



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DELL'ECONOMIA

XXVII CICLO

GLI EFFETTI DEL FALLIMENTO SUI CONTRATTI DERIVATI

COORDINATORE

CHIAR.mo PROF. ANTONIO BLANDINI

TUTOR

CHIAR.mo PROF.

FRANCESCO SAVERIO MARTORANO

CANDIDATO

DOTT.

MARCO NAPOLANO

Anno accademico 2014/2015

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
-------------------	---

CAPITOLO I

I RAPPORTI GIURIDICI PENDENTI NEL FALLIMENTO: IL LUNGO PERCORSO VERSO L'ELABORAZIONE DI UNA DISCIPLINA GENERALE.

1. Definizione e limiti dei rapporti giuridici pendenti.....	12
2. L'assenza di una disciplina generale e il ricorso alla risoluzione di diritto comune nella legislazione anteriore al 1942.....	15
3. La perdurante mancanza di una normativa generale sui rapporti giuridici pendenti nella legge fallimentare del '42.....	18
4. Il contributo dottrinale e giurisprudenziale nella elaborazione di una regola di portata generale.....	20
5. Sospensione dell'esecuzione e scioglimento automatico del contratto tra esigenze concorsuali e disposizioni di diritto comune.....	23
6. La regola generale della sospensione dell'esecuzione del contratto nella riforma della legge fallimentare.....	31
7. Effetti del fallimento sul rapporto.....	33
8. Il fondamento della regola generale dettata dall'art. 72 l. fall.....	36

CAPITOLO II

CONTRATTI DI BORSA A TERMINE:

DEFINIZIONE E LIMITI DELLA CATEGORIA

1. La disciplina degli effetti del fallimento sui contratti di borsa
a termine.....39
2. La natura giuridica della «risoluzione» nell'originaria
formulazione dell'art. 76 l. fall.....41
3. Contratti di borsa a termine: il ruolo dell'art 203 t.u.f.
nell'estensione applicativa dell'art. 76 l. fall. agli strumenti
finanziari derivati.....43

CAPITOLO III

STRUMENTI FINANZIARI E DERIVATI: DALLA LEGGE 2 GENNAIO

1991 N. 1 AL REGOLAMENTO EMIR.

1. Origini storiche e diffusione dei contratti derivati.....51
2. La disciplina dei derivati nella legislazione corrente.....53
3. La natura giuridica dei contratti derivati.....57
4. Classificazione dei contratti derivati tra dottrina
e prassi dei mercati finanziari.....62
5. Gli elementi essenziali dei contratti derivati.....93

6. Il termine di adempimento e l'inopponibilità dell'eccezione di gioco e scommessa.....	102
7. Le tipologie di investitori e l'incidenza della natura giuridica del derivato.....	109
8. Regolamento EMIR: obbligo di segnalazione degli strumenti finanziari derivati.....	114

CAPITOLO IV

GLI EFFETTI DEL FALLIMENTO SUI CONTRATTI DERIVATI

1. La disciplina positiva: contenuti, funzione e questioni controverse.....	120
2. <i>Close-out netting</i> : struttura e funzione della clausola	125
3. Il d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170.....	131
4. Questioni risolte alla luce della declaratoria di validità ed efficacia.....	134
5. La stabilità degli effetti e i problemi legati alla conversione.....	138
6. L'assoggettamento alla azione revocatoria fallimentare.....	145
7. L'invalidità delle operazioni da cui scaturiscono le posizioni reciproche.....	148
8. Conclusioni.....	151
BIBLIOGRAFIA.....	156

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di analizzare i rapporti tra il fallimento e gli strumenti finanziari derivati. La ricerca è affrontata partendo dall'analisi delle questioni più complesse che antecedentemente alla riforma della legge fallimentare hanno interessato la disciplina relativa ai contratti pendenti ed in particolar modo i contratti di borsa a termine. Trovando il proprio fondamento in una realtà mercantile largamente governata e regolata dagli usi, talune perplessità sono sorte, soprattutto in dottrina, in relazione al novero dei contratti da ricomprendere nella locuzione «contratti di borsa a termine», non identificato da alcuna norma, e in merito all'applicabilità della norma a contratti, pur qualificabili come «di borsa a termine», in ragione della loro natura, ma conclusi al di fuori della borsa. Come più diffusamente si dirà in prosieguo, secondo la ricostruzione più condivisibile, il profilo rilevante ai fini dell'applicazione della norma deve essere rinvenuto nella causa del contratto, vale a dire nel fatto che si tratti di un contratto ad eminente contenuto finanziario e mobiliare, con attitudine speculativa, causalmente caratterizzato dall'esecuzione differita con assunzione dell'alea derivante dalla variazione, in un certo termine, dei valori o indici di mercato di uno o più beni o valute. E occorrerà, altresì, che quel termine non sia decorso alla data del fallimento.

Sulla base di tale ricostruzione e dell'incontrovertibile dato normativo di cui all'art. 203 del d.lgs. 24 ottobre 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza), non può che concludersi che la disciplina dell'art. 76 trovi applicazione anche in relazione agli strumenti finanziari cosiddetti «derivati» di cui all'articolo 1, comma 2 lett. d), e), f), g), h), i) e j), nonché al comma 1-bis, lett. d), del t.u.f.

Lo schema dei contratti su derivati, contrariamente a quanto comunemente si ritiene, ha origine molto risalente, al punto che finanche nella storia antica, come vedremo, è dato rinvenire diversi esempi di negoziazioni che rievocano i contratti derivati. Tuttavia, la nascita e l'ampia diffusione dei contratti derivati, e segnatamente dei contratti derivati finanziari come oggi li conosciamo, può farsi risalire all'inizio degli anni Settanta del secolo scorso, con l'introduzione negli Stati Uniti dei *futures* sulle valute. La prepotente e per certi versi ancora inarrestabile evoluzione del mercato dei derivati si ha, però, tra la fine degli anni '90 e i primi anni del 2000, con l'introduzione dei derivati su indici economici, derivati immobiliari, *fund derivatives*, derivati di credito, i derivati su condizioni atmosferiche e sull'energia.

La legge non prevede una nozione tecnica di contratto derivato avente ad oggetto strumenti finanziari né all'interno del codice civile né nella disciplina specialistica.

La letteratura civilistica tradizionale inquadra i contratti derivati

nell'ambito del fenomeno del collegamento negoziale.

La categoria dei “contratti derivati finanziari”, invece, è tale da ricomprendere tutti quegli accordi contrattuali atipici, di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del cd. “differenziale” emergente dal raffronto fra il “prezzo” dell'entità al momento della stipulazione ed il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione.

Gli strumenti finanziari derivati sono per definizione strumenti a termine, ovvero almeno una delle prestazioni (certa e determinata o solo determinabile) deve essere eseguita in un termine o in una data prefissata.

Ampia parte della dottrina sostiene che l'apposizione di un termine di adempimento ad una prestazione determinata o determinabile sarebbe determinante nel rendere la prestazione dedotta in contratto come aleatoria: la misura della stessa prestazione, infatti, sarebbe rimessa al mero verificarsi di eventi esterni, legati all'andamento del mercato che, per definizione, non possono essere sotto il dominio delle parti.

In considerazione di ciò, si è posto l'interrogativo circa l'applicabilità dell'eccezione di gioco ai contratti derivati.

Al fine di superare tale critica e, dunque, con l'intento di proteggere entrambe le parti contraenti di un contratto derivato, il legislatore era già intervenuto con il D. Lgs. n. 415/1996, ed ora con l'art. 23, comma 5,

T.U.F.) in cui ha stabilito espressamente che l'eccezione di gioco o scommessa (ex art. 1933 cod. civ.) non è invocabile per i derivati perfezionati nell'ambito di un servizio di investimento, in quanto stipulati nell'ambito di un'attività meritevole di tutela e regolamentata a salvaguardia dei risparmiatori. Tuttavia, la dottrina, come si dirà, continua ad esprimere talune perplessità.

Per quanto attiene più strettamente l'oggetto della presente ricerca, la legge fallimentare italiana non si occupa espressamente e direttamente dei contratti derivati che siano stati stipulati dal fallito, né nelle norme relative ai contratti pendenti, né in quelle che stabiliscono gli effetti del fallimento per i creditori. Se ne occupa, tuttavia, l'art. 203 TUF che, fatta eccezione per il caso di cui all'art. 90 TUB (continuazione dell'esercizio dell'impresa negli istituti di credito), dichiara applicabile l'art. 76, l. fall. *“agli strumenti finanziari derivati, a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), alle operazioni a termine su valute nonché alle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto”*.

Si può osservare, tuttavia, che già prima del suddetto intervento legislativo, la dottrina proponeva l'applicazione analogica dell'art. 76 l. fall. alla fattispecie, giustificandola con le stesse esigenze di liquidità dei mercati finanziari poste a base delle discipline straniere più recenti.

E' verosimile, pertanto, che il legislatore del TUF abbia scelto questa soluzione per allinearsi, almeno in parte, alle regole ormai vigenti negli

ordinamenti più evoluti (in particolare, quelli europei e nordamericani) e sulla base delle stesse motivazioni che sottostanno a tali discipline.

Vero è che l'obiettivo normativo è stato perseguito piegando a tale scopo una norma, l'art. 76 l. fall, la cui *ratio* originaria era rivolta a proteggere non tanto l'interesse dei mercati, quanto l'integrità del patrimonio del fallito dal rischio connaturato ai contratti a termine. Ed è anche vero che nell'ordinamento fallimentare italiano sopravvivono disposizioni la cui applicazione potrebbe in qualche modo compromettere la pronta liquidazione di quei contratti secondo le regole volute dalle parti.

In particolare, le clausole di *netting* si confrontano con una disciplina della compensazione dei crediti della parte *in bonis* che evidentemente la ammette in via di eccezione alla regola del concorso perché la immagina applicata a situazioni occasionali ed in ogni caso la circonda di particolari cautele volte ad evitarne l'utilizzo a scopi fraudolenti.

E' difficile pertanto trovarla compatibile, da un punto di vista sistematico, con una compensazione di massa di numerose e rilevanti posizioni di debito e credito la cui applicazione è per giunta collegata, dalla clausola di *close-out netting*, proprio all'insolvenza o al fallimento del contraente.

Queste considerazioni potrebbero pertanto giustificare un'interpretazione restrittiva almeno di alcune clausole previste dai

master agreements, supportata dalle esigenze di cautela e dall'opportunità di contenere l'eccesso di protezione della parte *in bonis* che oggi la dottrina statunitense segnala.

E pertanto, se all'art. 76 l. fall. non è estranea un'esigenza di tutela del patrimonio del fallito, si potrebbe interpretare la norma nel senso di escludere dallo scioglimento automatico almeno i contratti derivati che conservino comunque un valore per l'impresa fallita (come quelli stipulati per finalità assicurative) e si potrebbe subordinare l'operatività delle clausole di *netting* al rispetto del limite annuale previsto dall'art. 56 l. fall. anche se il *master agreement* in cui sono contenute sia anteriore, se il limite di cui al 2° comma debba ritenersi operante per qualsiasi atto tra vivi idoneo a generare un credito suscettibile di compensazione.

Gli accordi di *close-out netting* (ovvero di compensazione per *close-out*), lungi dal rappresentare tipi negoziali autonomi, rientrano tra le clausole normalmente – ma non necessariamente - contenute nei *Master Agreements* che gli intermediari finanziari fanno sottoscrivere alla clientela al fine di sottoporre la successiva operatività su strumenti finanziari a una disciplina unitaria. Gli accordi in esame permettono che, al verificarsi di certi eventi (contrattualmente predefiniti), le operazioni poste in essere dalle parti in base al *Master Agreement* e ancora pendenti possano formare oggetto di una vicenda di carattere compensativo: così permettendo di considerare esistente solo l'esposizione netta (ossia il

saldo risultante dalla compensazione delle posizioni reciproche).

Gli accordi di *close-out netting* hanno formato oggetto di specifica attenzione da parte del nostro legislatore nell'ambito della disciplina dedicata ai contratti di garanzia finanziaria e introdotta dal D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170. Facendo seguito alla definizione di cui all'art. 1 lett. f, il successivo art. 7 riconosce la clausola in oggetto come «*valida ed efficace, in conformità di quanto dalle stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti*». Tuttavia, malgrado il riconoscimento della loro validità ed efficacia, esse continuano a suscitare diversi problemi, fra cui, ad esempio, quello della «giustizia» dei criteri di conversione delle posizioni reciproche in addendi fra loro omogenei

Questa breve panoramica evidenzia, dunque, come il tema oggetto del presente studio sia denso di problematiche, che saranno esaminate, talora anche con spirito critico, nel corso della trattazione, al fine di delineare gli effetti del fallimento sugli strumenti finanziari derivati.

CAPITOLO I

I RAPPORTI GIURIDICI PENDENTI NEL FALLIMENTO: IL LUNGO PERCORSO VERSO L'ELABORAZIONE DI UNA DISCIPLINA GENERALE.

SOMMARIO: §1. Definizione e limiti dei rapporti giuridici pendenti – § 2. L'assenza di una disciplina generale e il ricorso alla risoluzione di diritto comune nella legislazione anteriore al 1942 - §3. La perdurante mancanza di una normativa generale sui rapporti giuridici pendenti nella legge fallimentare del '42 - §4. Il contributo dottrinale e giurisprudenziale nella elaborazione di una regola di portata generale - §5. Sospensione dell'esecuzione e scioglimento automatico del contratto tra esigenze concorsuali e disposizioni di diritto comune - §6. La regola generale della sospensione dell'esecuzione del contratto nella riforma della legge fallimentare - §7. Effetti del fallimento sul rapporto - §8. Il fondamento della regola generale dettata dall'art. 72 l. fall.

1. Definizione e limiti dei rapporti giuridici pendenti.

Il fallimento, come è noto, coinvolge l'intero patrimonio del debitore, e quindi necessariamente una serie di rapporti giuridici costituiti prima della dichiarazione di fallimento.

Si fa riferimento, in particolare, ai rapporti giuridici “pendenti”, intendendosi per tali quei rapporti instaurati dal fallito antecedentemente alla dichiarazione di fallimento e che non abbiano avuto completa esecuzione da entrambe le parti¹.

¹Secondo SANZO, *Fallimento e rapporti pendenti*, in *Procedure concorsuali e rapporti giuridici pendenti*, Roma, 2007, p 1, “si utilizza l'espressione «tipizzata» dal legislatore, anche se è convincimento comune che la locuzione «effetti del fallimento sui rapporti pendenti» sia, oggi, decisamente riduttiva: tanto alla stregua della constatazione che, nella nuova disciplina, sono diversi i casi in cui, a dispetto di una dichiarazione di fallimento, le norme di cui agli articoli 72 ss. potrebbero non trovare applicazione, ad esempio per l'attuazione dell'esercizio provvisorio, ovvero in presenza

La riforma del diritto fallimentare – iniziata nell'anno 2002 con l'istituzione di una Commissione di riforma (c.d. Commissione Trevisanato) e poi proseguita con gli interventi legislativi operati dal d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5, poi seguito dal d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169, dal d.l. 22 giugno 2012, n. 83 e, in ultimo, dal d.l. 21 giugno 2013, n. 69 – ha apportato a tale fattispecie significative modifiche.

I rapporti giuridici rilevanti ai fini dell'applicazione degli artt. 72 e ss. sono, in primo luogo, quelli che – alla data del fallimento – risultano essere validamente conclusi².

Se, invero, alla data del fallimento la formazione del rapporto contrattuale è ancora “in itinere”, non si può parlare di rapporto preesistente in quanto il vincolo giuridico ancora non è sorto³. Già ante riforma, del resto, autorevole dottrina sottolineava che *“negli articoli 72 ss, non è in discussione, di regola, l'opponibilità della fattispecie ai creditori. Questa risulta già perfetta ed efficace in relazione alla*

di un preesistente affitto di azienda. Per tale ragione molti preferiscono parlare di effetti della «cessazione dell'attività di impresa in conseguenza della apertura di una procedura concorsuale», ovvero di effetti della «disgregazione del patrimonio aziendale».

²Art. 1326 c.c.: Il contratto è concluso nel momento in cui chi ha fatto la proposta ha conoscenza dell'accettazione dell'altra parte.

³Per E. GABRIELLI, *La disciplina generale dei rapporti pendenti*, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, diretto da F. Vassalli – F.P. Luiso – E. Gabrielli, Torino, 2014, p. 122, la legge fallimentare disciplina, secondo la formula utilizzata dal legislatore nella sezione IV del capo III, gli effetti del fallimento «sui rapporti giuridici preesistenti», cioè su quei contratti a prestazioni corrispettive effettivamente perfezionati prima della dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti, che abbiano ad oggetto beni compresi nel fallimento, e che siano contraddistinti dal carattere della opponibilità alla massa dei creditori concorrenti, ma le cui contrapposte prestazioni, alla data della sentenza dichiarativa di fallimento, siano rimaste ineseguite del tutto, ovvero in parte, da entrambi i contraenti.

situazione del terzo, ed è appunto in previsione della definitività degli effetti che la legge cerca di contemperare gli interessi del terzo con quelli dei creditori”⁴.

Con riguardo alla fattispecie in oggetto, deve trattarsi inoltre di rapporti giuridici rispetto ai quali, alla data del fallimento, residuano a carico di ciascuna parte delle prestazioni da eseguire.

Ai fini della presente indagine i rapporti che rilevano sono, dunque, quelli bilaterali, perfetti ma non ancora eseguiti in tutto o in parte da entrambi i contraenti al tempo della dichiarazione di fallimento⁵.

Tale fattispecie si riscontra nei contratti di durata, ma può anche ritrovarsi nei contratti ad esecuzione istantanea⁶.

Non rilevano, invece, i rapporti contrattuali che alla data di dichiarazione del fallimento risultano “unilaterali”, in quanto se ad essere obbligato è il contraente *in bonis*, il diritto alla prestazione compete al fallimento, che lo fa valere tramite i suoi organi; se obbligato è il fallito il credito del contraente *in bonis* è sottoposto alla falcidia concorsuale.

Al fine di considerare il contratto eseguito o meno da una delle parti, è

⁴Così G. RAGUSA MAGGIORE, *Istituzioni di Diritto Fallimentare*, Milano, 1994, 269.

⁵In tal senso, sempre GABRIELLI, *op.cit.*, p. 122 secondo cui: «Dal loro ambito sono pertanto esclusi sia i contratti unilaterali, sia quei contratti bilaterali nei quali, in ragione dell'avvenuto integrale adempimento della prestazione ad opera di una parte, residui soltanto il diritto di credito dell'altra parte a ricevere la propria controprestazione, seppure secondo le regole del concorso. In questo caso, infatti, l'originaria struttura bilaterale del contratto, tale alla data del fallimento, è venuta meno, residuando nello schema soltanto un rilievo unilaterale».

⁶Secondo JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2009, p.476, per contratto non compiutamente eseguito il legislatore ha voluto indicare sia i contratti di durata le cui prestazioni risultano, rispetto alla data del fallimento, solo in parte eseguite, sia quelli sottoposti a condizione sospensiva che, per loro natura, non sono interamente eseguiti.

necessario, inoltre, avere riguardo alle obbligazioni fondamentali e “tipiche” che ad ognuna delle parti derivano dal negozio⁷. A tal proposito, va altresì precisato che un contratto può considerarsi completamente eseguito quando, oltre ad essere state eseguite le prestazioni dovute, esso abbia raggiunto il suo scopo⁸.

Questi essendo i connotati generali dei contratti “pendenti”, vediamo ora a quale disciplina, nell’evoluzione storica del diritto fallimentare, gli stessi sono stati assoggettati.

2. L'assenza di una disciplina generale e il ricorso alla risoluzione di diritto comune nella legislazione anteriore al 1942.

La disciplina degli effetti della dichiarazione di fallimento sui contratti

⁷Cfr. da ultimo C. FIENGO, *Sub art 72*, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da Cavallini, Milano, 2010, p. 347, nonché Cass. 14 febbraio 2001, n. 2104 in *Fallimento*, 2001, p.1335: “la stessa Corte ha ritenuto che il contratto di vendita in questione, riguardato ai fini delle disposizioni dell'art. 72 l.f., dovesse ritenersi già eseguito dalla venditrice alla stregua del principio secondo il quale, doveva aversi riguardo alle obbligazioni fondamentali - e, può aggiungersi, tipiche, secondo la configurazione normativa e in relazione alla funzione di ciascuno schema contrattuale - che ad ognuna delle parti derivano dal negozio, onde nel caso di vendita, la prestazione del venditore deve ritenersi eseguita quando, prima del fallimento, sia intervenuto il trasferimento della proprietà”; ed ancora la fondamentale Cass. Sez. I, 30 maggio 1983, n.3708, in *Diritto Fallimentare*, 1984, II, 122 : “per stabilire se al momento della dichiarazione di fallimento il contratto non sia stato eseguito da entrambe le parti, occorre avere riguardo alle obbligazioni fondamentali che a ciascuna di esse derivano dal negozio e non anche alle prestazioni accessorie: pertanto, in caso di vendita la prestazione del venditore deve ritenersi eseguita quando prima del fallimento sia intervenuto il trasferimento della proprietà e la cosa sia stata consegnata all'acquirente, mentre è irrilevante che non siano stati consegnati i titoli e i documenti relativi al diritto trasferito e che non si sia proceduto alla riproduzione del negozio in forma pubblica”.

⁸Cass. 6 giugno 1975 n. 2248.

in corso di esecuzione, la cui collocazione sistematica è stata sempre problematica, ha subito nel corso del tempo un travagliato processo di elaborazione normativa.

Prima della legge fallimentare del 1942 la fattispecie era disciplinata da poche norme contenute, sia nel codice civile del 1865, sia nel codice di commercio del 1882, nell'ambito della disciplina dei singoli tipi contrattuali, ferma restando una sorta di disciplina generale rinvenibile negli artt. 804-806 c. comm.⁹. L'oggetto di quelle norme era limitato alla disciplina delle merci vendute al fallito, rispetto alle quali alla data del fallimento egli non aveva pagato il prezzo, ovvero che ancora non erano state a lui consegnate, rispetto alle quali era prevista la possibilità di rivendica , ovvero di ritenzione¹⁰.

Già anteriormente alla legge fallimentare del 1942, il problema si poneva unicamente in riferimento alla sorte delle prestazioni in contratti non ancora compiutamente eseguiti da entrambe le parti alla data del fallimento¹¹.

⁹Vedi artt. 804, 805 806 del codice di commercio del 1882; nonché cfr GABRIELLI, *op.cit.*, p. 123.

¹⁰ In tale ultimo caso, ex art. 806 c.comm., «il curatore coll'assenso della delegazione dei creditori e coll'autorizzazione del giudice delegato, può farsi consegnare le merci, pagandone al venditore il prezzo convenuto». La possibilità del curatore di far proprio il contratto a favore della massa era considerata prova che la dichiarazione di fallimento non determinava la risoluzione del contratto, poiché quello del curatore veniva definito come un « *diritto d'opzione del curatore, che non è soggetto a limiti di tempo, ma che bisogna ammettere sia limitabile mercé costituzione in mora dell'altra parte interessata a disporre dell'oggetto della prestazione*». In tal senso anche G. BONELLI, *Del Fallimento, II, Milano, 1928, p. 601*.

¹¹ Anche all'epoca, infatti, se residuava solo il credito era del fallito lo avrebbe potuto far valere il curatore; nell'ipotesi inversa, il creditore del fallito si sarebbe potuto servire delle norme relative alla verifica dei crediti per ottenere il soddisfacimento del proprio diritto.

In particolare, si poneva il dubbio *«se, quando il fallito non adempie in tutto o in parte alla sua obbligazione, possa tuttavia esservi astretta l'altra parte, o se debba seguirne la risoluzione del contratto»*¹².

In argomento, mancando una disciplina di carattere generale in materia, la dottrina riteneva di applicare per analogia le norme del diritto comune¹³, distinguendosi così alla data del fallimento tra contratti adempiuti, ovvero parzialmente adempiuti, e contratti non adempiuti¹⁴.

Laddove li avesse ritenuti vantaggiosi per la massa, era inoltre data la possibilità al curatore di mantenere fermi gli effetti del contratto: in tal caso, oltre a far valere nei confronti della controparte il diritto del fallito all'esecuzione del contratto, doveva contestualmente adempiere alle

¹²Cfr. RAMELLA, *Trattamento del fallito*, vol. I, Milano, 1903, p.355, il quale – laddove si aderisse alla prima ricostruzione – pone l'ulteriore dubbio *«se non possa anche il curatore essere tenuto all'esecuzione dell'obbligazione del fallito, divenendo allora il credito dell'altra parte un debito della massa»*.

¹³Cfr. RAMELLA, *Trattamento del fallito*, vol. I, Milano, 1903, p.356 il quale riteneva che si dovesse ricorrere *«alle norme del diritto comune ed applicarle agli altri contratti fin dove il comporta l'analogia»*.

¹⁴Al riguardo, osserva GABRIELLI, *op. cit.* p. 122, «Il contratto adempiuto al momento dell'apertura del concorso determinava pertanto un credito alla controprestazione a favore della massa, se l'adempimento era stato del fallito anteriormente alla dichiarazione di fallimento; a favore dell'altra parte, se di questa era stato l'adempimento, che avrebbe però dovuto comunque essere governato dalle regole del concorso e della verifica dei crediti, essendo quel credito divenuto per effetto del fallimento “concorsuale”. Il contratto non adempiuto da alcuna parte per effetto del fallimento non poteva considerarsi risolto. Si sosteneva sul punto che *«sorta una reciproca ragione di credito e debito, nessuna delle parti dovrebbe avere il diritto di recedere senza il consenso dell'altra»*.

La risoluzione di diritto - giuridicamente riconducibile allo schema della condizione risolutiva – era invece ritenuta ammissibile laddove contrattualmente calata in una clausola risolutiva *ipso jure*, per il fatto del fallimento, ovvero perché nel contratto fosse stata apposta in ragione della semplice cessazione o sospensione dei pagamenti». tali ultime clausole erano da rinvenirsi ammissibili in considerazione dell'interesse meritevole di tutela di evitare sia l'obbligo di costituzione in mora, sia le lentezze della procedura fallimentare, sia l'incertezza che finiva per gravare sulla sorte del contratto per la sostituzione con la massa del creditore originariamente *in bonis* (e poi fallito).

obbligazioni a suo tempo assunte dal fallito¹⁵.

La disciplina precedente alla legge fallimentare del 1942, dunque, si caratterizzava in funzione della struttura unilaterale, ovvero bilaterale, del contratto, piuttosto che per la distinzione secondo il tipo ed il sotto-tipo¹⁶. In considerazione di ciò, si serviva essenzialmente della disciplina propria dei meccanismi della risoluzione, nella prospettiva dell'eccezione di inadempimento¹⁷, ovvero della clausola risolutiva *ipso iure*.

Tale sistema, seppur privo di un'organica coerenza, si caratterizzava comunque per una propria efficacia applicativa.

3. La perdurante mancanza di una normativa generale sui rapporti giuridici pendenti nella legge fallimentare del '42.

L'introduzione della legge fallimentare del 1942 ha modificato la regolazione in materia. Si è passati cioè da una disciplina per strutture contrattuali ad una disciplina per tipi e per sotto-tipi.

Nella sua originaria formulazione, infatti, il r.d. 16 marzo 1942 n. 267 dedicava ai rapporti giuridici pendenti una disciplina più ampia ed articolata, anche se il disegno normativo rimaneva, al pari di quello precedente, sostanzialmente frammentario e disorganico¹⁸.

¹⁵In tal caso, poteva altresì essere concesso al curatore una sorta di “beneficio temporale”, non potendo la massa essere sempre tenuta all'adempimento immediato, salvo il caso del contratto la cui esecuzione in capo al fallito fosse già scaduta, ma potendo dare garanzie circa l'esecuzione integrale a scadenza, quando il termine di adempimento non fosse ancora spirato.

¹⁶In tal senso GABRIELLI, *op. cit.*, p. 125.

¹⁷Cfr. art. 805 c. comm.

¹⁸Secondo A. DIMUNDO, *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici pendenti*, in *Il*

La sezione IV del capo III della legge fallimentare, nel disciplinare gli effetti del fallimento sui contratti pendenti, si limitava infatti esclusivamente a regolare in maniera distinta determinati “tipi contrattuali” legali (vendita non ancora eseguita da entrambi contraenti; contratto di somministrazione, contratti di associazione in partecipazione, contratti di conto corrente, mandato, commissione, appalto, assicurazione), sotto-tipi legali (vendita a termine ovvero a rate; locazione di immobili, contratti di borsa a termine), e, infine, tipi nominativi ricompresi in leggi speciali (contratto di edizione).

L'approccio ricostruttivo di fondo continuava dunque ad essere quello connesso alla singolare natura dei contratti, *«sui quali scende la falciidia del fallimento, che li coglie di sorpresa tra il momento della conclusione e quello dell'esecuzione»*¹⁹. Contratti che la stessa dottrina definiva *«interrotti ed imperfetti, perché le loro prestazioni risultano, al momento della dichiarazione di fallimento, non eseguite, o quanto meno non integralmente eseguite, ma che, a seguito della revoca del fallimento, possono riprendere vita, nel senso che l'ex fallito, tornato in bonis, se essi nel frattempo non abbiano avuto alcuna definitiva esecuzione da*

diritto fallimentare riformato, Commento sistematico, a cura di G. Schiano Di Pepe, Padova, 2007, p. 213, la rubrica della Sezione IV, prima della riforma, era *«giustamente molto enfatica»*, in quanto *«sembrava promettere una disciplina organica dei rapporti giuridici preesistenti, che in realtà non esisteva»*. Secondo Ferrara Jr e Borgioli, *Il Fallimento*, Milano, 1995, p. 372, nota 1, la rubrica della Sezione IV, ante riforma, si limitava a raggruppare norme frammentarie, scarsamente coordinate e notevolmente lacunose, le quali, molto modestamente, si limitavano a regolare distintamente alcuni specifici rapporti, trascurandone molti altri di pur notevole importanza e neppure tentando un regolamento organico e sistematico della materia.

¹⁹In tal senso E. GABRIELLI, *op. ult. cit.*, p. 125.

parte del curatore, avrà diritto di pretenderne l'adempimento, dovendone ovviamente eseguire anche le obbligazioni»²⁰.

Ciò posto, era però evidente che, nel limitare la previsione soltanto ad alcuni tipi negoziali, e in difetto di un regolamento organico e sistematico della materia, l'originario impianto normativo finiva per alimentare dubbi interpretativi e incertezze applicative circa la sorte, in ambito fallimentare, di molte figure contrattuali, pure di notevole importanza, alcune delle quali già tipiche ed altre *medio tempore* assunte ad autonoma "tipizzazione sociale"²¹.

4. Il contributo dottrinale e giurisprudenziale nella elaborazione di una regola di portata generale.

A porre rimedio alla lacunosità ed alla frammentarietà di quel quadro normativo, ancora una volta, è stata l'opera dell'interprete. Dottrina e giurisprudenza, attraverso il coordinato esame delle norme riguardanti i singoli contratti, ed in particolare quelle relative al contratto di compravendita, avevano ricavato la disciplina generale applicabile.

²⁰In tal senso E. GABRIELLI, *op loc. ult. cit.*

²¹Cfr. FERRARA e BORGIOI, *Il fallimento*, Milano, 1995, cit. 372, nota 1. Il *vulnus* normativo sarebbe stato evidenziato anche nella Relazione allo schema del d.lgs. 9.1.2006 n. 5, dove si osservava che "non essendo state previste regole per ciascuno dei contratti disciplinati dal codice civile, si sono venuti così a determinare due inconvenienti, da un lato, è stata lasciata priva di regolamentazione una parte di contratti, dall'altro e nel contempo, si è lasciata nell'incertezza la sorte dei nuovi contratti venuti ad esistenza in tempi recenti. È così spettato all'interprete e alla giurisprudenza trarre dalla disciplina dei singoli contratti, e fondamentalmente da quella del contratto di vendita, alcune indicazioni di carattere generale dirette a riempire gli spazi vuoti lasciati dalla legge".

Naturalmente la regola così elaborata non era applicabile né ai contratti per i quali specifiche norme prevedessero la continuazione e il subentro automatico del curatore, né a quelli per i quali il fallimento determinava *ipso iure* lo scioglimento²².

Pertanto, la ricostruzione del sistema indusse ad enucleare alcune regole fondamentali di portata generale, relative alla posizione del curatore nei confronti del contratto ed alla stessa sorte del contratto.

Il primo principio di carattere generale ad affermarsi fu il principio della sostituzione del curatore nella posizione contrattuale del fallito²³. Sostituzione che poteva essere facoltativa ovvero automatica. Nel caso di sostituzione automatica, il subentro del curatore nella posizione del contraente dichiarato fallito avveniva *recta via* quale effetto della dichiarazione di fallimento.

Nel caso di sostituzione facoltativa, l'esecuzione del contratto rimaneva sospesa: il curatore aveva la facoltà di scegliere fra lo scioglimento dal vincolo ed il subingresso nel contratto. Laddove il curatore avesse esercitato quest'ultima opzione, sorgeva necessariamente l'obbligo a carico della massa di soddisfare per l'intero il credito vantato

²²Tale opinione è, tra gli altri, espressa da A. DIMUNDO, *op. cit.*, p. 214.

²³GUGLIELMUCCI, *Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Commentario Scialoja e Branca alla legge fallimentare*, Bologna, 1979, p. 4 osservava che «il problema della disciplina dei contratti nel fallimento è, dunque, essenzialmente un problema di limiti e modalità della sostituzione: limiti per i diritti derivanti dai contratti, dei quali è previsto lo scioglimento automatico; modalità quando al curatore è attribuita la facoltà di subentrare, perché attraverso il subentro nel contratto la sostituzione nei diritti che ne derivano implica il soddisfacimento integrale dei debiti altrimenti soggetti a regolazione concorsuale».

dalla controparte.

Là dove, invece, era prevista l'esclusione della sostituzione del curatore, l'altra regola di portata generale era quella dello scioglimento automatico del contratto, quale riflesso dell'esclusione della sostituzione del curatore, con la conseguenza che, a seconda delle ipotesi, il contratto continuava con il fallito, ovvero si scioglieva automaticamente in ragione dell'avvenuto fallimento del contraente.

Nel sistema vigente fino alla riforma del 2006, il complesso delle disposizioni dettate in tema di effetti della dichiarazione di fallimento sui rapporti pendenti²⁴ disciplinava unicamente singoli tipi contrattuali, offrendo una disciplina frammentaria ed incompleta²⁵.

In tale contesto non era possibile formulare una regola generale e di immediata applicazione per i casi non disciplinati dalla legge.

L'enucleazione di soluzioni tendenzialmente unitarie, idonee a regolare le ipotesi non contemplate, richiedeva pertanto uno sforzo interpretativo che, tenuto anche conto di quella disciplina atomistica, coniugasse i principi del contratto con gli effetti tipici del fallimento e

²⁴Contenute in prevalenza nella legge fallimentare (artt. 72 – 83), ma anche in alcune norme del codice civile (ad es. artt. 2288, 2308, 2323, 2448, 2497, 2539 e 2540 c.c. in tema di società) ed in qualche legge speciale (ad es. art. 135, l. 22 aprile 1941, n.633, sul diritto d'autore).

²⁵Concorda con tale opinione VATTERMOLI, *La riforma della legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli, Torino, 2006, p. 417, secondo il quale «non essendo state previste regole per ciascuno dei contratti disciplinati dal codice civile, si sono venuti così a determinare due inconvenienti, da un lato, è stata lasciata priva di regolamentazione una parte dei contratti, dall'altro e nel contempo, si è lasciata nell'incertezza la sorte dei nuovi contratti venuti ad esistenza nei tempi recenti. È così spettato all'interprete e alla giurisprudenza trarre dalla disciplina dei singoli contratti, e fondamentalmente da quella del contratto di vendita, alcune indicazioni di carattere generale dirette a riempire gli spazi vuoti lasciati dalla legge».

con le peculiari esigenze di cui è permeato il diritto concorsuale.

Avuto riguardo alle singole ipotesi contrattuali di volta in volta disciplinate dal legislatore del 1942, quando la sentenza dichiarativa di fallimento interveniva in presenza di un contratto pendente, potevano verificarsi tre distinte ipotesi: nel caso di rapporti di durata il contratto si scioglieva automaticamente con effetto *ex nunc*²⁶; il contratto continuava *ex lege* e le prestazioni a carico del fallimento, maturate successivamente alla sentenza dichiarativa, venivano poste fuori dal concorso²⁷; l'esecuzione rimaneva sospesa ed il contratto entrava in una fase di quiescenza che trovava fine allorché il curatore avesse optato per la continuazione ovvero per lo scioglimento del contratto²⁸.

5. Sospensione dell'esecuzione e scioglimento automatico del contratto tra esigenze concorsuali e disposizioni di diritto comune.

La disciplina della sospensione, ricorrente, secondo l'originaria

²⁶E. GABRIELLI, *op. ult. cit.*, p. 127 : «In questa ipotesi, se il rapporto aveva avuto un principio di esecuzione, gli effetti già prodotti venivano fatti salvi ed i crediti vantati dal contraente *in bonis*, previa insinuazione, venivano ovviamente liquidati in moneta fallimentare. Si riteneva che il contraente *in bonis* non avesse azione per il risarcimento del danno; principio che ricorreva anche nell'ipotesi in cui allo scioglimento si aggiungesse in seguito alla scelta del curatore». Il fallimento, quale causa di scioglimento del vincolo negoziale – sia essa automatica o sia essa conseguente alla dichiarazione del curatore – rappresentava secondo gli interpreti un evento che non poteva configurarsi alla stregua di un inadempimento della parte sottoposta a procedura concorsuale, in quanto evento oggettivo non riconducibile alla volontà negoziale della parte stessa.

²⁷La prededuzione, infatti, non riguardava i crediti maturati prima del fallimento; per la loro realizzazione il contraente *in bonis* doveva, come nell'ipotesi sub a), alla stregua degli altri creditori, insinuarsi nel passivo del fallimento.

²⁸F. FERRARA Jr, *Il fallimento*, Milano, 1995, p. 378 qualificava il potere di scioglimento alla stregua di un recesso.

formulazione dell'art. 72, per caso di vendita ineseguita, anche parzialmente, si presentava come la più completa.

Tale disciplina era il frutto del coordinamento delle esigenze e degli effetti tipici della disciplina fallimentare con la disposizioni di diritto comune²⁹. In modo particolare, era coerente con le eccezioni dilatorie previste dagli artt. 1460 e 1461 c.c., che prevedono l'eccezione di inadempimento e la sospensione dell'esecuzione del contratto in seguito al mutamento delle condizioni economico-patrimoniali di uno dei contraenti³⁰.

Se il curatore decideva per la continuazione, ovvero se questa era disposta per legge – nel senso che la dichiarazione di fallimento non era causa di scioglimento del contratto³¹ – le prestazioni a carico del fallimento non venivano eseguite in moneta fallimentare, ma rappresentavano debiti della massa, ed in quanto tali sottratti alla legge del concorso³².

Le contrapposte ipotesi della risoluzione e della continuazione automatica del contratto ricorrevano invece a seconda che gli effetti della dichiarazione di fallimento fossero tali, rispettivamente, da impedire,

²⁹A. DIMUNDO, *op. cit.*, p. 214: «Quest'ultima regola, specificamente dettata dall'art. 72, l. fall., per la compravendita in corso nell'ipotesi di fallimento del compratore, era stata considerata dalla dottrina e dalla giurisprudenza espressione di un principio generale circa gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici pendenti».

³⁰E. GABRIELLI, *op. cit.*, p. 128.

³¹ben potendo il vincolo contrattuale sciogliersi successivamente seguendo le norme di diritto comune.

³²E. GABRIELLI, *op. ult. cit.*, p. 128: “in costanza di esecuzione del contratto le parti potevano inoltre ricorrere ai normali rimedi di diritto comune volti alla tutela delle reciproche posizioni”.

ovvero tollerare e in certi casi addirittura imporre, l'esecuzione del contratto³³.

La sospensione del contratto con potere “limitato” di scelta del curatore ricorreva in caso di fallimento del compratore (art. 72 l.fall.), per cui l'esecuzione del contratto restava sospesa fintanto che il curatore non avesse effettuato la scelta.

Il contraente *in bonis* non poteva infatti essere costretto ad eseguire la propria prestazione, sottoponendosi, quanto al prezzo, alla legge del concorso. Al contrario, se il curatore decideva per la continuazione del contratto, la controprestazione a carico del fallimento doveva essere eseguita fuori dal concorso.

La natura della dichiarazione di continuazione effettuata dal curatore non rilevava alla stregua di una novazione soggettiva o di una delegazione non novativa³⁴.

Tali figure presuppongono infatti l'intervento del fallito, in quella sede inattuabile, mentre la dichiarazione di voler subentrare rappresentava sostanzialmente una rinuncia ad applicare al contratto la legge del concorso, che una volta intervenuta non avrebbe più legittimato la controparte ad opporre il rifiuto di eseguire la propria prestazione³⁵.

³³A. DIMUNDO, *op. cit.*, p. 214: «Le norme che prevedevano, invece, il subentro *ex lege* del curatore in certi rapporti rientravano coerentemente nel sistema della sostituzione fallimentare, perché riguardavano contratti dai quali derivavano a favore del contraente *in bonis* diritti che l'amministrazione fallimentare avrebbe dovuto comunque rispettare oppure prestazioni che attribuivano al fallito il diritto ad una controprestazione valutata *ex lege* utile per i creditori».

³⁴E. GABRIELLI, *op. ult. cit.*, p. 128.

³⁵F. FERRARA Jr, *op. ult. cit.*, p. 378.

Nelle more della decisione del curatore, al contraente *in bonis* erano comunque offerte due soluzioni, ovvero mettere in mora il curatore o, in alternativa eseguire comunque la sua prestazione sottoponendosi alla legge del concorso.

Nel primo caso, allo scopo di porre fine allo stato di incertezza sulla sorte del rapporto negoziale, la parte non fallita poteva rivolgersi al giudice delegato affinché assegnasse un termine al curatore. Decorso infruttuosamente il termine (allora di otto giorni) il contratto si risolveva automaticamente.

Quanto alla seconda ipotesi – più che altro di scuola – la controprestazione dovuta dal fallito veniva eseguita in moneta fallimentare, di modo che avrebbe potuto risultare vantaggiosa per il contraente *in bonis* solo quando, tra il momento della conclusione del contratto e quello della esecuzione, il valore del bene oggetto della vendita si fosse enormemente svalutato, con la conseguenza che il prezzo falciato sarebbe risultato comunque superiore rispetto a quello che la parte non fallita avrebbe potuto realizzare con una distinta e successiva vendita.

Qualora il curatore avesse optato subito per lo scioglimento del contratto, vale a dire senza che il contraente *in bonis* avesse potuto esercitare il proprio diritto di sottomettersi alla legge del concorso, allora la volontà manifestata dalla curatela non avrebbe sortito esito alcuno e

ciò in quanto il potere di scelta del curatore era comunque subordinato alla volontà del contraente *in bonis*³⁶.

Diversa era la disciplina in caso di fallimento del venditore: il contraente *in bonis* non aveva il potere di eseguire in ogni caso la propria prestazione, poiché non avrebbe avuto senso versare integralmente un determinato prezzo per poi vedersi attribuire solo il valore falcidiato del bene oggetto della vendita.

Alla parte non fallita era tuttavia attribuito il potere di mettere in mora il curatore, secondo le modalità sopra indicate, al fine di far cessare lo stato di incertezza successivo alla sospensione del contratto.

Un profilo problematico era rappresentato, inoltre, dall'interrogativo se la scelta del curatore potesse essere effettuata, nel silenzio della norma, anche senza l'autorizzazione del giudice delegato.

L'opinione prevalente era nel senso che l'autorizzazione fosse necessaria solo per la dichiarazione di subentro e non per quella di scioglimento³⁷.

Lo scioglimento automatico del contratto pendente veniva invece ricollegato prevalentemente: alla non compatibilità della prosecuzione del rapporto contrattuale con le esigenze della procedura fallimentare e con gli effetti giuridici derivanti dalla instaurazione della stessa; all'irreversibile pregiudizio arrecato dalla dichiarazione di fallimento al

³⁶F. FERRARA Jr, *op. ult.cit.*, p. 378.

³⁷Cfr. fra le tante Cass., 14 maggio 1996, n. 4483, in *Fallimento*, 1996, p.1201.

carattere fiduciario (*intuitus personae*) sul quale era fondato il rapporto; alla mancanza di interesse del fallimento a subentrare nel contratto; alla tutela delle ragioni del contraente non fallito.

L'insensibilità del contratto pendente alla dichiarazione di fallimento di una delle parti, e la sua conseguente continuazione, rispondevano ad un giudizio, effettuato aprioristicamente dal legislatore, di compatibilità degli interessi del fallimento con quelli del contraente *in bonis*.

Peculiare era la soluzione offerta per il contratto di edizione, la cui disciplina, peraltro, non è stata modificata dalla riforma³⁸: nell'ipotesi - abbastanza rara e non prevista dal legislatore - di fallimento dell'autore, si ritiene comunemente che il contratto non si risolva, in ragione dell'interesse della massa fallimentare al perfezionamento di attivo.

Il panorama normativo di riferimento era dunque estremamente frammentario e disperso in più luoghi normativi³⁹; la dottrina si era pertanto interrogata sulla possibilità di rinvenire una regola generale applicabile per tutti i casi dubbi non disciplinati dalla legge⁴⁰.

³⁸ La legge fallimentare fa rinvio all'art. 135 della legge 22 aprile 1941 sul diritto d'autore, che in caso di fallimento dell'editore prevede che il contratto continui qualora, entro un anno dalla dichiarazione di fallimento, venga autorizzata la prosecuzione dell'attività di impresa oppure qualora, sempre entro detto termine, l'impresa venga ceduta ad altro editore. È fatto salvo, in tale ultimo caso, il diritto dell'autore di opporsi alla cessione quando da questa possa derivargli un grave pregiudizio alla reputazione ovvero alla diffusione dell'opera.

³⁹ GUGLIELMUCCI, *Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Commentario Scialoja e Branca alla legge fallimentare*, Bologna, 1979, p. 4 ss; DIMUNDO A., *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Le procedure concorsuali. Il fallimento*, Trattato diretto da Ragusa Maggiore e Costa, Torino, 1997, p. 271 ss; VIGO, *I contratti pendenti non disciplinati nella "legge fallimentare"*, Milano, 1989, p. 3 ss.

⁴⁰ Sul punto cfr. per tutti, GUGLIELMUCCI, *Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Commentario Scialoja e Branca alla legge fallimentare*, Bologna, 1979,

Gli orientamenti sul punto, pur nella diversità delle singole proposte ricostruttive, possono ridursi principalmente a tre.

Un primo indirizzo, traendo spunto dalla norma sul fallimento del compratore, riteneva che, in assenza di una diversa disposizione, dovesse ritenersi applicabile come regola generale, la sospensione del contratto⁴¹.

Il curatore aveva il potere di scelta se subentrare nel rapporto assumendo a carico della massa, e quindi in prededuzione, tutti gli obblighi originariamente gravanti sul contraente fallito, oppure poteva sciogliersi dal rapporto, senza che in tal modo potessero gravare sulla massa gli eventuali danni arrecati con lo scioglimento all'altro contraente che era pronto ad adempiere⁴².

Una seconda opinione, viceversa, indicava, quale come regola generale per i casi non disciplinati, la continuazione, non ritenendo la dichiarazione di fallimento una causa di scioglimento del contratto, quante volte almeno questa non fosse espressamente definita come tale dalla legge⁴³.

La tesi invocava, a suo sostegno, l'art. 1372 c.c., del quale l'art.72 l. fall. avrebbe costituito applicazione di una deroga, in quanto «pone a

p. 4 ss; DIMUNDO A., *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Le procedure concorsuali. Il fallimento*, Trattato diretto da Ragusa Maggiore e Costa, Torino, 1997, p. 271 ss; Id, Sub art. 72, in *Il nuovo diritto fallimentare*, Commentario diretto da Jorio e coordinato da Fabiani, I, Bologna 2007, p.1116.

⁴¹Cfr. per tutti, COTTINO, *Effetti del fallimento sulla vendita (e contratti affini) in caso di inesecuzione*, in *Diritto Fallimentare*, 1964, I, p.361.

⁴²E. GABRIELLI, *op. ult. cit.*, p. 131.

⁴³Cfr. per tutti, ANDRIOLI, voce *Fallimento*, in *Enc. Dir.*, XVI, Milano, 1967, p. 408; RAGUSA MAGGIORE, *Diritto Fallimentare*, Napoli, 1974, p.441 ss.

disposizione del contraente in bonis ovvero del curatore il potere di sciogliersi dal contratto»⁴⁴.

Un terzo indirizzo sosteneva che il legislatore della crisi d'impresa, con le norme sui contratti pendenti, si era limitato a cercare di adattare le regole del diritto comune dei contratti al fallimento, rinunciando in tal modo alla fissazione di una regola generale, ma prevedendo piuttosto una tutela del contraente *in bonis*, di volta in volta differenziata in ragione sia del tipo contrattuale sul quale era scesa la falciata dell'insolvenza, sia del vincolo di corrispettività che lo legava al fallito, riconoscendogli quindi, rispetto agli altri creditori del concorso, la possibilità di trattenere la prestazione a lui dovuta a garanzia del suo diritto alla controprestazione⁴⁵.

L'opinione preferibile, in realtà, era quella che teneva conto della volontà del legislatore del 1942 di non enucleare una regola generale e quindi di «persistere nel metodo casistico», di modo che le vicende dei contratti “non regolati”, trovassero, in ragione degli interessi in concreto coinvolti, nonché delle svariate norme o dei principi agli stessi riferibili, la propria disciplina applicando lo strumento dell'interpretazione analogica. In quest'ottica si affermava pertanto che «la facoltà del curatore di scegliere tra subentro e scioglimento risulta, nella maggior parte dei casi, la regola applicabile, e può essere considerata la norma di

⁴⁴ANDRIOLI, *op. ult. cit.*

⁴⁵VIGO, *I contratti pendenti*, cit., p. 61 ss.

chiusura del sistema per i contratti a prestazioni corrispettive non eseguiti da entrambi i contraenti»⁴⁶.

6. La regola generale della sospensione dell'esecuzione del contratto nella riforma della legge fallimentare.

La mancanza di previsioni di carattere “generale” con riferimento ai rapporti pendenti è stata colmata con la recente riforma della legge fallimentare, mediante la previsione di una disciplina di portata generale dei contratti in corso di esecuzione nel fallimento (art. 72 l.fall.)⁴⁷ e nella procedura di concordato preventivo (art. 169 *bis* l. fall.).

Tale disciplina, nel creare un rapporto tra norma di carattere generale e norme di carattere speciale (artt. 72 *bis* e ss. l. fall.), stabilisce, quale primo effetto della dichiarazione di fallimento, la sospensione dell'esecuzione del contratto, cioè delle prestazioni dedotte nel rapporto.

L'art. 72 stabilisce che «se un contratto è ancora ineseguito o non compiutamente eseguito da entrambe le parti quando, nei confronti di una di esse, è dichiarato il fallimento, l'esecuzione del contratto, fatte

⁴⁶GUGLIEMUCCI, Gli effetti del fallimento, cit., p. 272.

⁴⁷Per quanto riguarda il rapporto tra la regola generale e le disposizioni previste nel reg CE n. 1346/2000, si è osservato (JORIO, Il fallimento, Cit, p.488) che l'art. 4 , § 1, lett. e), stabilisce che gli effetti della apertura della procedura sui contratti pendenti, di cui il debitore è parte sono regolati dalla legge del Paese in cui l'insolvenza si apre e quindi dove si radica il concorso stesso e pertanto, nel caso di fallimento italiano, dagli artt. 72 e ss. Il successivo articolo 10 stabilisce tuttavia che «gli effetti della procedura dell'insolvenza sul contratto e sul rapporto di lavoro sono disciplinati esclusivamente dalla legge dello Stato membro applicabile al contratto di lavoro», disposizione quest'ultima che tuttavia non impedirebbe che le modalità di attuazione di tale scelta rimangano regolate dalla legge del concorso.

salve le diverse disposizioni della presente Sezione, rimane sospesa». Tale sospensione – prosegue la norma - opera «fino a quando il curatore, con l'autorizzazione del comitato dei creditori, dichiara di subentrare nel contratto in luogo del fallito, assumendo tutti i relativi obblighi, ovvero di sciogliersi dal medesimo, salvo che, nei contratti ad effetti reali, sia già avvenuto il trasferimento del diritto»⁴⁸.

Una regola a se stante viene inoltre prevista sia per il caso dell'esercizio provvisorio dell'impresa (art. 104, comma 8), sia per i contratti di durata ovvero ad esecuzione continuata o periodica (art. 74).

Nel primo caso, l'esercizio provvisorio dell'impresa può essere disposto con la stessa sentenza dichiarativa di fallimento (art. 104, comma 1), ovvero in un momento successivo su impulso del curatore (art. 104, comma 2).

In questa seconda ipotesi la norma generale sulla sospensione trova applicazione solo temporanea, ovvero fino a quando non verrà disposto l'esercizio provvisorio e quindi lo stato di sospensione verrà rimosso.

Il secondo comma, disciplinando un mezzo di sostanziale autotutela del contraente *in bonis*, prevede la possibilità per questi di «mettere in mora il curatore, facendogli assegnare dal giudice delegato un termine non superiore a sessanta giorni, decorso il quale il contratto si intende

⁴⁸Cfr. DIMUNDO, *op. cit.*, p.48, secondo il quale «della disposizione si poteva fare a meno, poiché il principio di cui essa è espressione era già ricavabile dal sistema, ed in particolare dal concetto di contratto pendente, nel quale non possono essere compresi quei contratti nei quali una delle parti abbia compiutamente eseguito l'obbligazione a proprio carico».

risolto», con la conseguenza, di cui al quarto comma, che «in caso di scioglimento il contraente ha diritto di far valere nel passivo il credito conseguente al mancato adempimento, senza che gli sia dovuto risarcimento del danno».

La messa in mora del curatore⁴⁹, quale strumento che lo obbliga alla scelta mediante l'esercizio del relativo diritto potestativo, se riguardata nel quadro degli strumenti apprestati dall'ordinamento per la tutela del contraente *in bonis*, assolve una «funzione dissolutoria del contratto, in difetto di adempimento, analoga a quella della diffida ad adempiere»⁵⁰, la quale non può trovare applicazione nel diritto fallimentare⁵¹.

7. Effetti del fallimento sul rapporto.

La legge fallimentare, con la regola generale dettata all'art 72, disciplina gli effetti del fallimento sul rapporto e non sul contratto, tant'è

⁴⁹L'impiego della locuzione “messa in mora” richiama chiaramente le parole di G. BONELLI, Del fallimento, cit., p. 601. L'espressione secondo F. DI MARZIO, *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in Fallimento e altre procedure concorsuali, diretto Fauceglia e Panzani, Torino, 2009, p. 740, va intesa in senso atecnico, dato che non si richiede l'adempimento di un obbligo ma di un onere. Sostiene l'A. che la regola sembrerebbe derivare da quella stabilita nell'art.1454 c.c. sulla diffida ad adempiere, della quale costituirebbe adattamento alla materia fallimentare, nella quale la diffida non può essere rivolta né al fallito, divenuto privo della capacità di disporre del proprio patrimonio ai sensi dell'art.44 l. fall., né al curatore che è titolare del potere di scelta.

⁵⁰GUGLIELMUCCI, Diritto fallimentare, Torino, 2011, pp. 132–133, per il quale gli effetti dissolutivi dello scioglimento corrispondono a quelli che sarebbero derivati dall'esercizio dell'azione di risoluzione, ed essenzialmente corrisponderebbero in pretese restitutorie che, se non hanno ad oggetto beni specifici, rimangono soggette alla legge del concorso.

⁵¹Ciò afferma E. GABRIELLI, *op. cit.*, p. 134, «in ragione dell'impossibilità di indirizzarla sia al fallito, privato dall'art. 44, comma 1, l. fall. della capacità ad adempiere, sia al curatore, che non è obbligato e che può obbligarsi, mediante la prosecuzione del rapporto, unicamente se, ricevendo la controprestazione, ciò si rivela funzionale alla realizzazione degli interessi del fallimento».

che la norma non si applica quando, alla data del fallimento, il rapporto sia stato completamente eseguito da entrambe le parti⁵².

Il fallimento infatti, afferma la dottrina, incide sul primo, poiché guarda la fase dinamica della vicenda negoziale, quella cioè dell'attuazione del rapporto nel quale il curatore subentra in virtù del potere di sostituzione nell'amministrazione dei beni del fallito, e non sul secondo, poiché non modifica i contenuti dell'atto, che fra le stesse parti conserva «la sua forza di legge» (art. 1372 c.c.)⁵³.

Per il semplice fatto della dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti, si produce in via automatica la sospensione dell'esecuzione delle reciproche prestazioni. Tale effetto legale, che tocca direttamente il rapporto, si estende, seppur di riflesso, anche al contratto, con riguardo sia alla posizione giuridica soggettiva delle sue parti originarie, sia a quella di un terzo che è il curatore, dato che anzitutto in capo a lui sorge, previa autorizzazione del comitato dei creditori, la facoltà di subentrare

⁵²VATTERMOLI, *op. cit.*, p. 417, afferma che «su di un piano generale può dirsi che la soluzione così adottata è senz'altro quella più conveniente per la procedura, sia da un punto di vista organizzativo, sia quello strettamente economico: la continuazione o lo scioglimento automatico – soluzioni, anch'esse, astrattamente adottabili – avrebbero dei costi che la sospensione consente di evitare. In particolare, la continuazione automatica di un contratto “non voluto” dalla procedura avrebbe imposto agli organi della stessa di attivarsi in tempi rapidi per giungere allo scioglimento, con la possibilità per la controparte *in bonis* di eseguire *medio tempore* la propria prestazione e divenire così creditore concorsuale (o peggio della massa); così come lo scioglimento automatico di un contratto “voluto” dalla procedura avrebbe imposto agli organi della stessa di attivarsi per la conclusione di uno di analogo tenore, con il rischio inoltre di un rifiuto a contrarre della parte originaria»

⁵³RAGUSA – MAGGIORE, *op. cit.*, p.271 afferma che «ammesso che il fallimento sia una causa riconosciuta dalla legge sulla quale fondare il venir meno del contratto, non basta fermarsi alla sentenza dichiarativa, quando manchi la norma espressa che indichi quale comportamento può o deve essere tenuto dalle parti ».

nel contratto in luogo del fallito⁵⁴.

Il contratto rimane pertanto inalterato, ma entra in uno stato di “sospensione legale”, giacché, a causa del fallimento, il rapporto non può più proseguire tra le parti originarie; né tanto meno il contratto può produrre effetti nei confronti di un terzo estraneo all'originario accordo, quale è il curatore fallimentare.

La vicenda contrattuale è dunque sospesa nella sua efficacia fino a quando il curatore, di sua iniziativa, ovvero su istanza del contraente *in bonis*, secondo la regola dettata dall'art.72, non effettui la scelta tra prosecuzione del rapporto o suo scioglimento⁵⁵.

La costruzione dogmatica degli effetti del fallimento sui contratti in corso di esecuzione, vale a dire sui contratti bilaterali ineseguiti, si spiega dunque in termini di disciplina del rapporto e non del contratto, poiché essa non riguarda la disciplina dell'atto, ma la regolazione in sede concorsuale del nesso di corrispettività tra contrapposte prestazioni non eseguite o solo parzialmente eseguite.

Nei contratti pendenti, ovvero in corso di esecuzione, il rapporto è sorto prima del fallimento ma non è stato ancora eseguito, ovvero lo è

⁵⁴E. GABRIELLI, *op. cit.*, p. 138.

⁵⁵DIMUNDO, *op. cit.*, p. 220: « Lo strumento della sospensione dell'esecuzione del contratto, però, tutela solo temporaneamente il contraente *in bonis*, perché pur esonerandolo dall'obbligo di eseguire la prestazione a suo carico, gli preclude, però, sia la possibilità di chiedere la risoluzione del contratto per inadempimento, sia quella di ottenere la controprestazione, ponendolo in una situazione di incertezza non tollerabile a lungo. La sospensione, al contrario, è molto conveniente per la procedura, in quanto assicura al curatore uno spazio sufficiente per una scelta ponderata tra il subentro e lo scioglimento del contratto ».

stato solo in parte, al momento della dichiarazione di insolvenza di uno dei contraenti, così che la prospettiva in cui quel rapporto si colloca, per effetto dell'apertura del concorso, è prevalentemente quella dismissiva per la realizzazione del patrimonio concorsuale, che è la prospettiva propria del procedimento di liquidazione dell'attivo.

Sicché la prosecuzione del rapporto, mediante l'adempimento delle prestazioni residue, è unicamente in funzione del miglior realizzo dei beni destinati alla soddisfazione dei creditori⁵⁶.

8. Il fondamento della regola generale dettata dall'art. 72 l. fall.

La normativa fallimentare in vigore, in considerazione della regola generale dettata dall'art. 72 sembra aver dunque abbandonato una regolamentazione “per tipi”, in funzione dell'adozione di una norma di

⁵⁶ZANICHELLI, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali dopo il d.lgs. 12.9.2007 n.69*, Torino, 2008, p.180, osserva che per i contratti ad esecuzione continuata e periodica non viene più enunciata la regola della sospensione, poiché questa è già direttamente applicabile a tale categoria di contratti in virtù della disposizione di ordine generale prevista nell'art. 72; laddove nella nuova formulazione viene piuttosto inserito il principio secondo cui se il curatore subentra nel contratto deve pagare interamente il prezzo delle consegne già avvenute o dei servizi già erogati. La modifica tuttavia farebbe sorgere qualche problema dato che se, per un verso, sembra introdurre un principio di carattere generale, consistente nell'obbligo di pagare integralmente le obbligazioni pregresse per tutti i contratti di durata (siano essi a prestazione continuata o periodica), per un altro, creerebbe un limite a tale obbligo alle sole prestazioni consistenti nella consegna (quindi di cose mobili) e nella erogazione di servizi (quindi con riferimento a quei contratti in cui il *facere* è un elemento accessorio e strumentale rispetto al *dare*). Con la conseguenza che resterebbero esclusi da tale disciplina quei contratti di durata, il cui oggetto non si identificherebbe in nessuna delle su richiamate ipotesi, per i quali deve valere la regola generale secondo la quale il credito relativo alle prestazioni già effettuate deve essere soddisfatto solo in moneta fallimentare.

“chiusura” del sistema di disciplina dei rapporti pendenti⁵⁷. La regola generale (art. 72 l. fall.) è infatti quella della sospensione del rapporto pendente, ove non sia diversamente disposto⁵⁸.

La ragione dell'inserimento nel sistema di una regola generale è stata rinvenuta nella circostanza che il principio della sospensione, seppure sorto con riguardo al contratto di vendita, si era ormai da tempo consolidato sia nell'orientamento giurisprudenziale, sia nel pensiero della dottrina, come applicabile su un piano generale anche ai contratti sul punto non espressamente regolati.

Il principio si giustificava in ragione dell'esigenza di evitare le conseguenze negative che derivavano per il contraente *in bonis* dal trattamento differenziato, e di favore, che la legge riservava al curatore⁵⁹.

⁵⁷CAGNASSO, *I contratti pendenti*, in AA. VV., *Le nuove procedure concorsuali*, a cura di Ambrosini, Bologna, 2008, p.117, per il quale sembrerebbe tuttavia necessario esaminare fino a che punto il nuovo sistema possa ritenersi effettivamente chiuso, dovendosi verificare se in ogni caso i contratti, ai quali non siano espressamente applicate le regole “eccezionali”, siano soggetti al principio generale della sospensione facoltativa, ed in tal senso prospetta come esempio quello del contratto di concessione di vendita.

⁵⁸SANZO, *op. cit.*, p. 6, su di un piano strettamente semantico, fa notare come « il legislatore del 2006, in realtà, pur animato da un intento palesemente “rivoluzionario” sotto il profilo sostanziale, si mostra poi molto cauto nell'apportare modifiche di natura formale al testo legislativo preesistente: una lettura “parallela” dei nuovi commi 1, 2, 3, e 7 del testo dell'art.72 introdotto dal d. lgs. 5/2006 evidenzia, infatti, in maniera oggettiva che si tratti delle identiche disposizioni già contenute nei commi 1 e 2, 3 e 5 del testo vigente fino al 15 luglio 2006, con la sola “soppressione” del comma 4 (specificamente dedicato al fallimento del venditore) e con la semplice eliminazione di ogni riferimento espresso alla vendita. Le espressioni “contratto di vendita”, “venditore” e “compratore”, sono sostituite da quella di “contratto” e, a seconda della situazione ipotizzata, da quelle di “contraente” e di “fallito”».

⁵⁹E. GABRIELLI, *op. cit.*, p. 141: «Egli infatti poteva giovare, in ragione della regola del concorso, dell'adempimento della prestazione da parte del contraente *in bonis*, senza che tuttavia che quest'ultimo potesse, al di fuori della regolazione concorsuale, a sua volta ricevere l'intera controprestazione, segnatamente per l'ipotesi che la prestazione gravante sul contraente fallito fosse stata di natura pecuniaria e rimasta ineseguita. Il contraente *in bonis* era piuttosto costretto a subire, in base al principio della parità di trattamento dei creditori, la falcidia di volta in volta connessa nella singola procedura

Il fondamento della regola generale va dunque ricercato all'interno del sistema del diritto comune dei contratti (artt. 1460 e 1461 c.c.).

La tutela della funzionalità del sinallagma, nonostante una autorevole voce in senso contrario⁶⁰, è stata considerata da ampia parte della dottrina (anche ante riforma), quale principio generale, in grado di giustificare il senso della disciplina.

Si tratta, per il contraente *in bonis*, di poter opporre le cd. eccezioni dilatorie al fine, per un verso, di conservare l'originario equilibrio contrattuale, nella prospettiva dell'esecuzione del rapporto; per un altro, di paralizzare gli effetti che l'insolvenza di una parte produce sulla vita del contratto, mediante lo strumento della sospensione della sua esecuzione, in attesa della scelta del curatore in ordine alla prosecuzione ovvero allo scioglimento del rapporto.

con la disciplina della ripartizione dell'attivo».

⁶⁰F. VASSALLI, Diritto fallimentare. II.1, Torino, 1997, p. 153 ss., seppur con riguardo alla vecchia formulazione delle norme sui rapporti pendenti, riconosce un fondamento sostanzialmente equitativo a tale disciplina. Secondo l'A. «si tratta di una disciplina che, sia pure secondo meccanismi diversi da quelli di autotutela stabiliti dagli artt. 1460 e 1461 c.c., pone il contraente *in bonis* in una posizione di maggior favore rispetto agli altri creditori concorrenti nel fallimento. Si può dire che ciò avvenga per ragioni sostanzialmente equitative le quali in un certo senso si possono accostare a quelle che sono state poste a base della disciplina della compensazione. In altri termini si reputa equo che il contraente *in bonis* che vede sopraggiungere il fallimento della controparte quando ancora non ha eseguito la propria prestazione e neppure è stato ancora soddisfatto del suo credito, si trovi in una posizione di maggior forza rispetto agli altri creditori meritevoli di specifica considerazione. Questa posizione è appunto quella che viene tenuta in considerazione e tutelata in alcune delle norme sulla sorte dei contratti pendenti».

CAPITOLO II

CONTRATTI DI BORSA A TERMINE: DEFINIZIONE E LIMITI DELLA CATEGORIA

SOMMARIO: §1. La disciplina degli effetti del fallimento sui contratti di borsa a termine - §2. La natura giuridica della «risoluzione» nell'originaria formulazione dell'art. 76 l. fall. - §3. Contratti di borsa a termine: il ruolo dell'art 203 t.u.f. nell'estensione applicativa dell'art. 76 l. fall. agli strumenti finanziari derivati.

1. La disciplina degli effetti del fallimento sui contratti di borsa a termine

Alla regola generale della sospensione del contratto seguono, come corollario, quelle che hanno ad oggetto lo scioglimento ovvero la continuazione del vincolo obbligatorio, sia in generale, sia *ex lege* con riguardo a determinati tipi contrattuali (cfr. artt. 72-bis e ss. l.fall.)⁶¹.

⁶¹Le articolazioni di queste regole consentono, secondo una rappresentazione sintetica, di classificare le tipologie contrattuali sulle quali il legislatore è intervenuto, ricomprendendole in tre ambiti tra loro omogenei, a seconda che l'incidenza del fallimento sul contratto produca: lo scioglimento automatico del rapporto; ovvero la sua continuazione; ovvero che tali rapporti abbiano ad oggetto beni del fallito non compresi nel fallimento (art. 46 l. fall.), con la conseguenza che tali rapporti, in quanto non soggetti allo spossessamento fallimentare, non sono inclusi nel patrimonio destinato alla soddisfazione dei creditori del concorso e per essi, non verificandosi nel rapporto la sostituzione del curatore al fallito, si applica il diritto comune dei contratti dato che proseguono, come prima della dichiarazione di fallimento, tra il fallito ed il contraente *in bonis*.

MEOLI – SICA, *Effetti sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Tratt. dir. fall.*, diretto da Buonocore e Bassi, Padova, 2010, p. 397, distinguono invece tra regole speciali e regole eccezionali sui contratti pendenti, inquadrando le relative disposizioni secondo un criterio funzionale, piuttosto che secondo una sistemazione che tenga conto della sorte che tali regole riservano al rapporto pendente.

La disciplina degli effetti del fallimento sui contratti di borsa a termine preesistenti alla dichiarazione di fallimento è regolata dall'articolo 76 l. fall., il quale, in deroga alla regola generale della sospensione dell'esecuzione, stabilisce che *“il contratto di borsa a termine, se il termine scade dopo la dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti, si scioglie alla data della dichiarazione di fallimento”*.

La norma poi prosegue stabilendo, al secondo comma, che *“la differenza fra il prezzo contrattuale e il valore delle cose e dei titoli alla data della dichiarazione di fallimento è versata nel fallimento se il fallito risulta in credito, o è ammessa al passivo del fallimento in caso contrario”*⁶².

L'art. 62 del d.lgs. 9 gennaio 2006 n. 5 ha dunque disposto che all'art. 76, l. fall., le parole *«è risolto»* fossero sostituite dalle parole *«si scioglie»*, lasciando immutato il resto dell'articolo.

Sinteticamente può dirsi che la *ratio* della disposizione qui in esame è

⁶²La fattispecie fu per la prima volta considerata all'art. 779 del progetto D'Amelio, redatto nel 1925 per la riforma del codice di commercio. L'art.779 di tale progetto, mai giunto in porto, così recitava: «nei contratti a termine, se il termine scade dopo la dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti, la risoluzione avviene di diritto e la differenza è liquidata secondo il valore delle cose e dei titoli alla data della sentenza dichiarativa del fallimento ed è pagata alla massa, se questa risulta in credito, o è ammessa nel passivo del contraente fallito, nel caso contrario». Il progetto del 1925, tuttavia, non giunse mai in porto. L'art. 779 fu però riproposto nell'art. 6 del già citato d. lgs. del 1932, con due rilevanti novità: l'oggetto dei contratti a termine veniva specificato includendovi il riporto, e la disciplina prevista per il fallimento si estendeva al concordato preventivo. Al già citato d. lgs. del 1932, segue l'art. 76 della legge fallimentare del 1942, che usa in parte espressioni ricavate dal progetto D'Amelio e in parte dall'art. 6 del 1932.

Anzi, osservava RAGUSA – MAGGIORE, *Diritto Fallimentare*, 1969, I, p. 236, l'eredità dell'art. 6 si può rintracciare nell'espressione “contratti di borsa a termine” che accorpa, sintetizzandola, quella precedente “contratti di vendita a termine e di riporto aventi per oggetto i titoli e i valori indicati nel primo capoverso dell'art. 1”.

tradizionalmente identificata nella necessità di sottrarre il patrimonio fallimentare all'alea tipica dei contratti di borsa a termine⁶³. La finalità liquidatoria propria del fallimento, la necessità di cristallizzare e di salvaguardare il patrimonio disponibile per il soddisfacimento dei creditori, unitamente alla natura speculativa dei contratti di borsa a termine costituiscono, dunque, le ragioni di fondo per lo più sottese alla disposizione.

2. La natura giuridica della «risoluzione» nell'originaria formulazione dell'art. 76 l. fall.

Le questioni più complesse che ante riforma hanno interessato dottrina e giurisprudenza e che hanno portato all'attuale formulazione della norma attengono ai confini da attribuire all'espressione contratto di borsa a termine, a quale significato, tecnico o atecnico, attribuire alla parola risoluzione e agli effetti che discendono dalla risoluzione del contratto.

Con riguardo a tale ultima problematica, i dubbi sorti in dottrina in relazione al testo antecedente alla riforma del 2006 attenevano alla parte in cui disponeva che il contratto di borsa a termine fosse «risolto» alla

⁶³P. PAJARDI, in *Codice del fallimento*, p. 620 così si esprime: « il criterio adottato dal legislatore è evidentemente ispirato dalla valutazione, da un lato dell'impossibilità giuridica di prosecuzione e, dall'altro, dell'inesistente convenienza di detta prosecuzione alla luce della peculiarità dei due istituti (quello del processo fallimentare e quello del singolo contratto): nella specie le sorti del contratto in esame ben poco hanno a che vedere con la successiva gestione dell'impresa fallita ».

data di dichiarazione del fallimento. Tale «risoluzione», in considerazione del meccanismo liquidatorio che la stessa innescava, era stata ritenuta, a seconda delle varie ricostruzioni, come una novazione *ex lege*, una scadenza anticipata, una liquidazione anticipata, ovvero era stata considerata come disciplinante un indennizzo, un risarcimento⁶⁴. In particolare, con riguardo alla tesi dell'anticipata liquidazione dei relativi saldi, autorevolmente sostenuta, parte della dottrina rifiuta tale visione, sul rilievo che, in realtà, per parlarsi di anticipata liquidazione dovrebbe darsi comunque per sussistente un adempimento⁶⁵. In realtà, pur dopo la riforma, non può non condividersi la tesi della liquidazione anticipata, posto che se è vero che il rapporto si scioglie prima della scadenza convenuta, è altrettanto innegabile che tale meccanismo è «fisiologicamente» conforme alla natura del negozio in questione.

Il legislatore della riforma, recependo tale indicazione, ha eliminato il riferimento alla risoluzione del contratto, per cui il novellato art. 76 l. fall. dispone che il contratto si «scioglie» alla data di dichiarazione del fallimento. La nuova locuzione, descrittivamente atecnica, non sembra tuttavia destinata a sopire le polemiche e i dubbi.

⁶⁴Mentre il dettato legislativo parla di «risoluzione» del contratto pendente, la maggioranza della dottrina ritiene che si tratti, in realtà, di una «anticipata liquidazione dei relativi saldi», dal momento che il meccanismo introdotto dal legislatore determina l'operatività (solo anticipata) del negozio voluto dalle parti contraenti, in modo conforme alla sua natura; si tratterebbe, in altre parole, di una forma anticipata di adempimento del contratto iniziale.

⁶⁵Mentre, sostiene RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, p. 454, nel caso di specie tale elemento non ricorre, tanto che detta liquidazione deve qualificarsi come avente funzione satisfattiva e quindi equiparabile a un risarcimento del danno.

3. Contratti di borsa a termine: il ruolo dell'art 203 t.u.f. nell'estensione applicativa dell'art. 76 l. fall. agli strumenti finanziari derivati.

Maggiori perplessità sono sorte, soprattutto in dottrina, relativamente al novero dei contratti ricompresi nella locuzione «contratti di borsa a termine»⁶⁶. Con tale espressione si intende, comunemente, un'operazione « in bilico » fra due quotazioni di prezzo cronologicamente differenziate: fra il prezzo di mercato alla data del contratto e il prezzo corrente alla data di esecuzione del contratto⁶⁷.

Elemento essenziale di tale contratto è il termine per l'esecuzione: termine rigidamente predeterminato nell'interesse di entrambi i contraenti. Né il venditore né il compratore, dunque, possono adempiere o chiedere l'adempimento prima del giorno prefissato⁶⁸.

In considerazione di ciò, il contratto a termine, nella prassi, ha assunto la funzione caratteristica di consentire la speculazione sulla differenza di prezzo tra le due date: a seconda che si verifichi un ribasso o un rialzo, il vantaggio sarà rispettivamente per il venditore o per il compratore

⁶⁶Le due grandi categorie in cui possiamo dividere i contratti di borsa sono: contratti a contanti (o a pronti) e contratti a termine. Ciò che differenzia tali tipi di contratti è l'elemento del “ termine per l'esecuzione”: essenziale e nell'interesse di entrambi i contraenti, nei contratti di borsa a termine; eventuale e nell'interesse della sola parte alienante, nei contratti di borsa a contanti.

⁶⁷In tal senso GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2010 p. 777.

⁶⁸Cfr. SERRA, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971, p. 90 ss.

(impregiudicata poi la possibilità di eseguire il contratto integralmente o per sola liquidazione della differenza di prezzo)⁶⁹.

La categoria dei contratti di borsa a termine trovando il proprio fondamento, per così dire, primario, in una realtà mercantile largamente governata e regolata dagli usi, e per di più caratterizzata da una vastissima gamma di strumenti negoziali, ha lasciato spazio ad un'ampia discrezionalità interpretativa.

Il primo ed immediato quesito che si è posto riguarda, per l'appunto, la categoria stessa dei contratti di borsa, il cui novero, a ben vedere, non è identificato da alcuna norma; inoltre, ci si è domandati cosa debba intendersi per contratto di borsa «a termine», atteso che anche i contratti c.d. «per contanti» vengono regolati, in borsa, non immediatamente, bensì decorso un – pur breve – periodo di tempo.

Ci si è poi interrogati circa l'applicabilità della norma a contratti, pur qualificabili come «di borsa a termine», in ragione della loro natura, bensì conclusi al di fuori della borsa.

Ancora, ci si è domandati se taluni contratti tipici di borsa, quali i contratti a premio, potessero rientrare nell'ambito di applicabilità della disposizione, in ragione delle peculiarità che sono proprie di questa categoria negoziale, e ciò anche in ragione della ricostruzione teorica

⁶⁹Il contratto di borsa a contanti, invece, si caratterizza non tanto per l'assenza di un termine per l'esecuzione (giacché, secondo gli usi di borsa, è eseguibile entro un termine che può arrivare fino a sette giorni dalla conclusione), quanto piuttosto per il fatto che il termine è fissato nell'interesse del solo venditore, il quale può pertanto eseguire in anticipo il contratto.

retrostante alla natura della «risoluzione» dei contratti alla data del fallimento, secondo quanto contemplava l'art. 76 prima della recente novella.

Pure, era stata oggetto di discussione l'applicabilità della disposizione a vendite a termine di merci e derrate o di titoli non quotati.

Dottrina e giurisprudenza hanno dato risposta a questi e ad altri quesiti guardando non tanto alla formulazione letterale della disposizione, quanto alla sua *ratio*, con un'opera ermeneutica che, di conseguenza, ha spinto verso un sostanziale ampliamento dell'ambito di operatività della norma.

Si è infatti osservato, in giurisprudenza, che il «luogo» e le modalità di conclusione dei contratti non ne mutano la natura, sicché, quale primo strumento interpretativo, dovrebbe farsi riferimento (ai fini che qui interessano) al r.d.l. 20 dicembre 1932, n. 1607, ossia all'immediato precedente legislativo, che aveva riguardo alla specie dei titoli dei valori mobiliari oggetto dei contratti (ed ai contratti stessi) e non anche alla conclusione degli stessi in borsa o a mezzo di agenti di borsa. Si è tuttavia precisato come la circostanza che quei titoli e valori non fossero quotati non impedisse l'applicazione della disposizione. Parimenti, si è osservato – sempre in ossequio alla *ratio* della norma – che nulla impedisce la sua applicazione a contratti aventi ad oggetto merci o derrate, rinvenendosi anzi nella disposizione un elemento letterale (il

termine «cose») che depone in tal senso.

Sembra dunque potersi affermare che non bisogna guardare né al luogo e ai modi di conclusione del contratto, né ai profili soggettivi dei contraenti, né ancora all'oggetto dei contratti medesimi (che potrebbe essere, per esempio, un titolo non quotato presso alcuna borsa) o al semplice regolamento differito. Quel che conta perché si debba fare applicazione della norma è la causa del contratto, ossia deve trattarsi di un contratto ad eminente contenuto finanziario e mobiliare, con attitudine speculativa, causalmente caratterizzato dall'esecuzione differita con assunzione dell'alea derivante dalla variazione, in un certo termine, dei valori o indici di mercato di uno o più beni o valute. E occorrerà, altresì, che quel termine non sia decorso alla data del fallimento.

E ciò anche alla luce dell'ampliamento dell'ambito di applicazione della norma di cui si dirà in seguito.

Con riferimento ai quesiti sopra indicati, ciò significa che, mentre dovrà escludersi l'applicazione della disposizione al contratto di borsa per contanti, non costituendo tipicamente il breve differimento del regolamento delle relative prestazioni un elemento che incide sulla causa del contratto, dovrà invece affermarsene l'applicabilità in tutte le altre ipotesi citate. Non varrà cioè ad escludere l'applicabilità dell'art.76 né il fatto che il contratto non sia stato concluso in borsa o per mezzo di intermediari finanziari, né il fatto che si tratti di un contratto a premio, né

ancora il fatto che ne formino oggetto beni o derrate. Potranno essere oggetto di applicazione della disposizione in esame non solo contratti relativi a titoli quotati (o merci), ma anche contratti relativi a titoli (o merci) che non siano oggetto di quotazione.

Una più ampia applicazione della disposizione è oggi espressamente prevista dall'art. 203 del d.lgs. 24 ottobre 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza). Tale disposizione, infatti, fatte salve le norme relative alla crisi disciplinata dagli artt. 83 e 80 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, estende l'applicazione dell'art. 76.

Dunque, il legislatore, preso atto dei mutamenti intervenuti sui mercati, ha esteso espressamente la disciplina dell'art. 76 agli strumenti finanziari cosiddetti «derivati»⁷⁰.

All'interprete più attento non può sfuggire il fatto che la formulazione usata dall'art. 203 t.u.f., laddove indica l'ambito oggettivo di estensione della disposizione di cui all'art. 76, fa riferimento a «strumenti finanziari» e ad «operazioni»: ciò apre un ambito interpretativo particolarmente complesso, soprattutto considerando che tra gli strumenti finanziari rientrano non solo i contratti derivati in senso proprio, bensì anche, ai sensi dell'art. 1, comma 3, t.u.f., talune «combinazioni di contratti e titoli».

⁷⁰E non solo, ma anche alle «operazioni» a termine su valute, alle «operazioni» su titoli di pronto contro termine e di riporto. Per di più, in forza del richiamo alla disposizione di cui all'art. 18, comma 5, lett. a), t.u.f., la categoria è, per così dire, aperta ai nuovi «strumenti finanziari» che la prassi dei mercati potrà creare, e le autorità potranno di volta in volta individuare.

Mentre da ciò non sembra potersi autorizzare una interpretazione della disposizione dell'art. 203 t.u.f. e, quindi, dell'art. 76, che esorbiti dall'applicazione ai soli contratti⁷¹, un residuo dubbio potrebbe permanere in relazione a quei negozi, particolarmente complessi, nei quali gli elementi di natura finanziaria c.d. «derivata» si (con)fondono con quelli di altri contratti tipici, o con altri «derivati», dando luogo a situazioni nelle quali la qualificazione di «contratto a termine» appare particolarmente ardua⁷².

L'ampiezza atecnica delle parole usate dal legislatore («strumenti finanziari» e «operazioni»), sebbene temperate dal reiterato riferimento ai contratti derivati, apre la strada a dubbi circa la riferibilità delle disposizioni di cui all'art. 203 t.u.f., e quindi di quelle di cui all'art. 76, non solo ai contratti «derivati» e ai contratti che direttamente e «tipicamente» costituiscono gli strumenti giuridici di attuazione alle

⁷¹E ciò tanto in ragione della rubrica dell'art. 203, che ad essi fa esplicito riferimento, quanto in ragione della successiva precisazione, contenuta nella norma, a mente della quale devono intendersi ricompresi nell'ambito di applicazione della norma «(..) tutti i contratti conclusi ancorché non ancora eseguiti, in tutto o in parte».

⁷²Per fare un facile esempio che possa costituire una situazione da ulteriormente complicarsi, si immagini che un investitore sia incline a speculare su certi tassi e valute, versando immediatamente un certo ammontare e legando il rimborso a termine di quell'investimento ed il relativo rendimento all'andamento di tassi o valute. Tipicamente, in ipotesi di tal fatta una banca potrebbe strutturare ed emettere un titolo di debito della banca stessa (c.d., emissioni *taylor made*, o *private placement*), che il cliente poi acquisterà, ed il cui rimborso e rendimento saranno legati ad indici su tassi e valute. Una volta concluso e regolato economicamente il contratto di vendita dei titoli di debito, non ci si troverà di fronte ad un contratto a termine, bensì ad una ordinaria vendita di titoli, per contanti, con una forte componente finanziaria «derivata». È evidente che, per effetto della «cartolarizzazione» (ove essa sia possibile) del contenuto finanziario «derivato» insito nell'affare, sarebbe assai difficile immaginare l'applicazione dell'art. 76 in una operazione di tal fatta, giacché il contratto rilevante (ossia quello di trasferimento dei titoli) non sarebbe a termine, bensì per contanti, e le prestazioni delle parti sarebbero compiutamente eseguite (trasferimento dei titoli incorporanti l'operazione derivata e pagamento del relativo prezzo).

operazioni menzionate dal legislatore, ma anche ad altri contratti il cui contenuto finanziario sia più o meno immediatamente riferibile a strumenti derivati o alle operazioni menzionate, ovvero questi ultimi costituiscano l'oggetto mediato dei contratti.

In ogni caso, l'ampliamento operato dall'art. 203 t.u.f., che non fa riferimento né al «luogo» né ai modi di conclusione dei contratti, né alla qualificazione soggettiva dei contraenti, si pone nella già prevalente scia interpretativa che, ispirata alla *ratio* della norma, ha ritenuto che la disposizione di cui all'art. 76 fosse applicabile anche indipendentemente da detti elementi e dal fatto che i beni o i titoli fossero quotati⁷³.

Né assume particolare rilievo, alla luce dell'interpretazione corrente dell'art. 76, la precisazione, contenuta nell'art. 203 t.u.f., a mente della quale la disposizione si applica ai contratti conclusi, ancorché non ancora eseguiti, in tutto o in parte, alla data di dichiarazione di fallimento.

Si tratta, infatti, di precisazione che non parrebbe tale da comportare l'applicazione della disposizione anche a contratti il cui termine sia scaduto anteriormente alla dichiarazione di fallimento, benché totalmente o parzialmente ineseguiti, a cui dovranno applicarsi gli artt. 72 e 72 bis⁷⁴ l. fall.

⁷³ In tal senso, come ha acutamente notato PISANI MASSAMORMILE, sub art. 203 t.u.f., in Campobasso (diretto da), Testo unico «la liquidazione anticipata opera per legge in tutte le negoziazioni finanziarie (ove, naturalmente, si presenti in punto di fatto il problema tecnico – possibile oscillazione nel tempo del valore dell'oggetto della contrattazione e separazione fra accordo ed esecuzione – sotteso all'art. 76 l. fall.».).

⁷⁴ In tal senso BERNAVA, *Contratti di borsa a termine e contratti di swap*, in *Procedure concorsuali e rapporti pendenti*, a cura di Sanzo, p. 149.

Non pare possibile un'interpretazione meramente letterale della norma, che conduca ad estendere l'applicazione dell'art. 76 anche a contratti immuni, in costanza di fallimento, dall'alea loro propria, per essere il termine scaduto anteriormente al fallimento. Applicazione peraltro inammissibile, non potendosi, rispetto ad una situazione definita - quanto ai rapporti tra le parti – con la «cristallizzazione» del rischio sottostante al contratto già avvenuta prima della dichiarazione di fallimento, fissare *ex novo* ed arbitrariamente i termini di tale rischio, posticipandoli alla data del fallimento, in ragione della mancata esecuzione (totale o parziale) delle prestazioni⁷⁵.

⁷⁵Parte della dottrina ha ritenuto che tra le questioni dubbie che la disposizione di cui all'art. 203 t.u.f. avrebbe contribuito a chiarire vi sarebbe anche quella relativa ai «contratti di borsa scaduti, ma non adempiuti». In relazione a tale ipotesi, Trib. Venezia, 30 novembre 1973, in *Giur. merito*, 1974, I, p. 449, avrebbe ritenuto applicabile l'art. 76. In realtà, la Corte veneziana aveva espressamente escluso l'applicazione dell'art. 76 nel caso che la occupava, ponendosi tutt'altro problema (ossia quello della compatibilità dei meccanismi di liquidazione di borsa con le regole concorsuali) e ritenendo che da detta disposizione potessero al massimo ricavarsi principi generali per dirimere la (diversa) questione sottoposta al suo esame; non a caso, a commento di quella sentenza veniva notato che «(...) per le ipotesi dell'art. 76 la determinazione delle differenze va fatta in base al prezzo che la cosa o i titoli hanno alla data della dichiarazione di fallimento, mentre per i contratti il cui termine sia già scaduto, qualora il curatore non abbia manifestato il proposito di subentrarvi, deve adottarsi il procedimento previsto dalla legge speciale (...)». La verità è che non dovrebbero sussistere dubbi interpretativi circa il fatto che l'art. 76 possa trovare applicazione solo «(...) se il termine scade dopo la dichiarazione di fallimento», secondo quanto in modo inequivoco dispone la norma. Nè, a ben vedere, la dottrina che si è occupata della materia ha mai posto in serio dubbio tale necessario presupposto per l'applicazione della norma, come si anche precedentemente visto con riferimento all'identificazione della *ratio* della disposizione.

CAPITOLO III

STRUMENTI FINANZIARI E DERIVATI: DALLA LEGGE 2 GENNAIO 1991 N. 1 AL REGOLAMENTO EMIR.

SOMMARIO: §1. Origini storiche e diffusione dei contratti derivati – §2. La disciplina dei derivati nella legislazione corrente - §3. Natura giuridica dei contratti derivati - §4. Classificazione dei contratti derivati: derivati sintetici e complessi, derivati di credito, derivati di secondo livello, derivati standard e over the counter - §5. Gli elementi essenziali dei contratti derivati: consenso e forma, oggetto, causa - §6. Il termine di adempimento e l'inopponibilità dell'eccezione di gioco e scommessa - §7. Tipologie di investitori nei contratti derivati - §8. Regolamento EMIR: obbligo di segnalazione degli strumenti finanziari derivati

1. Origini storiche e diffusione dei contratti derivati.

Contrariamente a quanto comunemente si ritiene, lo schema dei contratti su derivati ha origine antichissima e nella storia antica si trovano diversi esempi di negoziazioni che rievocano i contratti derivati⁷⁶.

⁷⁶G. PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, 1997 pag. 12 . In particolare, i contratti a termine erano usati anche ai tempi dei greci e dei romani. Nel 580 a.c., Talete di Mileto fece fortuna stipulando in inverno (quando la domanda di utilizzo era ovviamente bassa) una opzione sull'utilizzo in autunno (epoca della massima domanda, tanto più perché quell'anno vi era stata una abbondante raccolta) di alcuni frantoi. Così racconta Aristotele – *POLITICA*,: "...siccome, povero com'era, gli rinfacciavano l'inutilità della filosofia, avendo previsto in base a calcoli astronomici un'abbondante raccolta di olive, ancora in pieno inverno, pur disponendo di poco denaro, si accaparrò tutti i frantoi di Mileto e di Chio, per una cifra irrisoria, dal momento che non ve n'era alcuna richiesta; quando giunse il tempo della raccolta, cercando in tanti urgentemente tutti i frantoi disponibili, egli li affittò al prezzo che volle imporre, raccogliendo così molte ricchezze e dimostrando che per i filosofi è molto facile arricchirsi, ma tuttavia non si preoccupano di questo". Nel 1164 Genova vendeva a un istituto finanziario (Monte) le entrate fiscali future di alcuni anni in cambio di un anticipo immediato. Nasceva così il primo contratto su derivati stipulato da un Ente locale. I primi mercati organizzati per il loro scambio risalgono al XVII e XVIII secolo. La diffusione più ampia dei contratti su derivati va però rintracciata in età moderna con l'ammissione alla negoziazione al Royal

Tuttavia la nascita e il forte sviluppo dei contratti derivati, e segnatamente dei contratti derivati finanziari come oggi li conosciamo, può farsi risalire all'inizio degli anni Settanta del secolo scorso, con l'introduzione negli Stati Uniti dei *futures* sulle valute⁷⁷. Ed è nello stesso periodo che vengono introdotti i contratti derivati su tassi di interesse.

Nel corso degli anni Ottanta, poi, vengono introdotti i *futures* e le opzioni con sottostante azionario e nel decennio successivo i derivati creditizi.

La prepotente e per certi versi ancora inarrestabile evoluzione del mercato dei derivati si ha, però, tra la fine degli anni '90 e i primi anni del 2000, con l'introduzione dei derivati su indici economici, derivati immobiliari, *fund derivatives*, derivati di credito, i derivati su condizioni atmosferiche e sull'energia.

Per quanto riguarda le ragioni socio-economiche del fenomeno, la recente notevole diffusione è dovuta a vari fattori: la fine del sistema internazionale di cambi fissi avvenuta nel 1971 con la caduta degli accordi di Bretton Woods, con il conseguente emergere del rischio di cambio; gli shock petroliferi del 1973 e del 1979 ed i conseguenti improvvisi forti aumenti del prezzo del petrolio causarono una parallela

Exchange di Londra di contratti forward (cui seguiva la prima bolla speculativa relativa alla cosiddetta 'mania dei tulipani', 1637) mentre al mercato del riso di Osaka (Yodoya) intorno al 1650 venivano negoziati i primi 'futures'. Secondo una diversa ricostruzione l'origine degli strumenti derivati in quanto strumenti basati sul valore di un'attività sottostante risale molto indietro nei secoli (per es., il mercato delle opzioni sui bulbi di tulipano nei Paesi Bassi del 17° sec

⁷⁷In tal senso M. ANOLLI, *Derivati Finanziari*, sito internet www.treccani.it

intensificazione del rischio di mercato, sia per le ampie oscillazioni dei prezzi, sia per i conseguenti effetti sull'inflazione; la globalizzazione dei mercati e la contestuale introduzione dei computer, che permettono di svolgere velocemente complessi calcoli di prezzi relazionati tra loro ⁷⁸.

2. La disciplina dei derivati nella legislazione corrente.

Nonostante i precedenti storici, il primo implicito riferimento nel nostro ordinamento giuridico ai contratti derivati è contenuto nell'articolo 1, secondo comma, della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, il quale, accogliendo la definizione di contratti derivati come quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di una attività sottostante, ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento (indici di borsa, tasso di interesse, cambio, etc.), definisce, tra i valori mobiliari, i contratti a termine “su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute”⁷⁹.

⁷⁸Le dimensioni assunte a livello mondiale dal mercato dei derivati sono imponenti. Il mercato dei soli derivati negoziati *over the counter* ha continuato a espandersi nella seconda metà del 2013 raggiungendo l'ammontare nozionale, che determina pagamenti contrattuali ed è un indicatore di attività in mercati dei derivati otc, pari a 710,000 miliardi di dollari a fine dicembre 2013. Tali dati, forniti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (Highlights of the BIS international statistics, 2 giugno 2014, consultabile su http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1406b.htm) risultano ancora più significativi se si considera che, circa un decennio fa, è stato calcolato che l'ammontare nozionale dei contratti in essere al 30 giugno 2006 conclusi su mercati OTC, depurato della doppia contabilizzazione tra operatori era di 369.906 miliardi di dollari; mentre a fine 2004 le negoziazioni su contratti derivati erano pari a poco meno di 270.000 miliardi di dollari, circa 6,6 volte il PIL mondiale e di questi, oltre il 90% si riferiva a contratti scambiati su mercati OTC.

⁷⁹ F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, p. 2

Con il D. Lgs. del 23\7\1996 nr. 415 (Decreto Eurosim) alla nozione di valore mobiliare si sostituisce quella di “strumento finanziario”: il Legislatore, tuttavia, non utilizza ancora la nomenclatura di contratti derivati.

Negli stessi anni la Banca d'Italia, in una propria circolare, così si esprime: sono prodotti derivati *“i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti”*⁸⁰.

Il primo esplicito riferimento ai derivati si ha nell'art. 1 comma 2 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 testo unico della intermediazione finanziaria n. 58 del 1998 che, superando il concetto di valore mobiliare, introduce nel nostro ordinamento giuridico la nozione di strumento finanziario⁸¹.

⁸⁰ Art. 3, aggiornamento 112 del 23 giugno 1994 alla Circolare della Banca d'Italia n. 4 del 29 marzo 1988.

⁸¹ “2. Per “strumenti finanziari” si intendono:

- a) valori mobiliari;
- b) strumenti del mercato monetario;
- c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;
- d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;
- f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire

Di tale ultima nozione, dalla cui comprensione non può prescindersi ai fini della presente indagine, il Legislatore - a discapito dell'*incipit* "si intendono" - non dà una definizione ma si limita a delimitare dei confini, si limita cioè ad operare una elencazione delle forme di investimento, delle forme di circolazione del credito già in uso nella prassi.

È stato poi compito della dottrina quello di dare una definizione di strumento finanziario. Per comprendere tale nozione, è necessario che sia rapportata a quella di "valore mobiliare" e a quella di "prodotto finanziario".

Alla base di una ideale piramide giuridica, con l'espressione "prodotto finanziario" ci si riferisce agli strumenti finanziari e ad ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.

attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

i) contratti finanziari differenziali;

j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini".

Con il termine "strumento finanziario" si fa riferimento ai valori mobiliari; agli strumenti del mercato monetario (per esempio, buoni del tesoro, certificati di deposito e carte commerciali), alle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio e ai contratti su strumenti derivati (per esempio, contratti di opzione, future, swap).

In cima alla piramide, i valori mobiliari sono una sottocategoria degli strumenti finanziari, sono valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali (ci si riferisce dunque, a titolo esemplificativo, alle azioni di s.p.a., alle obbligazioni e ad altri titoli di debito).

I depositi bancari o postali, che non siano rappresentati da strumenti finanziari, ed i mezzi di pagamento, invece, pur essendo *lato sensu*, valori mobiliari (, vale a dire che corrispondono a beni che si ascrivono nel *genus* dei beni mobili) non sono ascrivibili tra gli strumenti finanziari.

Da tutto ciò si desume che, ai fini del t.u.f., per strumenti finanziari devono intendersi tutti quei titoli, cartacei o dematerializzati, scaturenti da contratti a termine e che siano funzionali a “incorporare” e/o far circolare “finanza” o per dirla secondo termini aziendalistici “capitale di finanziamento”⁸².

⁸²Nella letteratura finanziaria, diversamente da ciò che comunemente si intende con questo termine in ambito giuridico, si fa riferimento agli "strumenti finanziari" per indicare qualsiasi contratto diretto al trasferimento della moneta nello spazio (assegni bancari, carte di credito), nel tempo (depositi bancari, azioni, mutui, obbligazioni) oppure volto al trasferimento del rischio (ad es. assicurazioni, swap). Secondo il principio contabile IAS 32 uno strumento finanziario è rappresentato da qualsiasi contratto che dia origine ad una attività finanziaria per un'entità e, di contro, ad una passività finanziaria o ad uno strumento rappresentativo del patrimonio netto per

Il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, dunque, nel dare attuazione alla direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi d'investimento nel settore dei valori mobiliari e alla direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993, ha posto tale *nomen iuris* a base della disciplina delle attività che nella legge n. 1 del 1991 venivano definite di intermediazione mobiliare. L'elencazione del testo unico della finanza – nonostante sia di carattere tassativo – è capace di tener conto delle evoluzioni dei mercati finanziari. L'ampiezza delle formule utilizzate dal Legislatore e la potestà riconosciuta al Ministero dell'Economia di “individuare” nuove categorie di strumenti finanziari rendono, dunque, tale istituto fortemente duttile rispetto alle esigenze degli operatori del mercato. Quasi come se il Legislatore avesse presagito la diffusione che di lì a poco avrebbe avuto il mercato degli strumenti finanziari ed in particolar modo degli strumenti finanziari derivati.

3. La natura giuridica dei contratti derivati.

La legge non prevede una nozione tecnica di contratto derivato avente ad oggetto strumenti finanziari né all'interno del codice civile né nella

un'altra entità. Il principio non si limita a offrire una definizione base, ma declina le definizioni specifiche di attività e passività finanziarie e di strumenti rappresentativi del patrimonio netto. Nella letteratura finanziaria, l'utilizzo di tale espressione è di così ampia portata da far ricadere nell'ambito della categoria degli strumenti finanziari, una pluralità di fattispecie che vanno dalle disponibilità liquide, ai titoli nonché ai crediti e debiti generati dall'impresa.

disciplina specialistica.

La dottrina civilistica riferisce la nozione a tutt'altro. Derivati, in ambito civilistico, sono quei contratti che discendono o dipendono da un altro contratto concluso separatamente (vale a dire, contratto principale e accessorio, che hanno in comune una parte) e sono contrassegnati da un rapporto di accessorietà a senso unico (ad es. subappalto, submandato, sublocazione); un tema questo che, esulando dalle finalità specifiche di questo lavoro, è possibile solo brevemente accennare.

La letteratura civilistica tradizionale⁸³ inquadra i contratti derivati nell'ambito del fenomeno del collegamento negoziale. Vale a dire, un determinato contratto derivato intanto può legittimamente venire ad esistenza in quanto tragga fonte da altro contratto principale, dalla esistenza del quale deriva – oltre che la genesi – le stesse sorti del contratto derivato: venendo meno il contratto principale, di norma, verrà meno anche il contratto che da quello deriva⁸⁴.

La categoria dei “contratti derivati finanziari”, invece, è tale da

⁸³F. MESSINEO, *Contratto derivato – sub contratto*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962, p.80 e ss. individua il contratto derivato in relazione all'ipotesi in cui da un contratto già perfezionato, detto contratto-base o contratto principale, discende e ne dipende, in modo diretto, un altro contratto, concluso separatamente e che si individua e contrappone al primo.

⁸⁴F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1972, p. 733, secondo il quale il contratto derivato si caratterizza per avere il medesimo o analogo contenuto economico e per essere caratterizzato dal medesimo tipo di causa del contratto principale. Il contratto derivato è, quindi, accessorio rispetto al primo, ma tale accessorietà opera a senso unico: dal contratto principale a quello accessorio e quindi solo il primo ha riflessi giuridici sul secondo e non viceversa. Pertanto l'effetto principale del contratto derivato è la nascita di un nuovo diritto soggettivo in capo all'acquirente, prima non esistente; tuttavia, tale diritto rimane un diritto derivato, nel senso che non può essere superiore rispetto al diritto del contratto principale, tutt'al più analogo o inferiore.

ricomprendere tutti quegli accordi contrattuali atipici, di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del cd. “differenziale” emergente dal raffronto fra il “prezzo” dell'entità al momento della stipulazione ed il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione.

Il termine trae origine dall'aggettivo inglese *derivative*, ma il concetto che tale parola esprime non è agevolmente definibile se ci si limita ad un'interpretazione letterale della locuzione.

La dottrina è concorde nel ritenere che non si può far ricorso alle costruzioni teoriche tradizionali e qualificare il derivato finanziario alla stregua di un contratto accessorio, di unità contrattuale insistente su altra e distinta entità negoziale inidonea ad influenzarla.

La derivazione, in ambito finanziario, assume un diverso duplice significato. I derivati, come ha rilevato la Banca d'Italia, sono contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa⁸⁵.

In termini non dissimili, si esprime la nostra dottrina, definendo contratti derivati "quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di un'attività finanziaria sottostante, ovvero del valore di un parametro di

⁸⁵Anche la dottrina straniera, per lo più di matrice anglosassone, adotta una terminologia analoga. Così KOLB, *Financial Derivates*, 1996, p 1: “un derivato finanziario è uno strumento finanziario basato su un altro strumento elementare, e il valore del derivato finanziario dipende dall'ulteriore strumento di base”

riferimento”⁸⁶. I derivati, cioè, possono definirsi come contratti il cui valore deriva (cioè dipende) dal prezzo di una "attività finanziaria sottostante", ovvero del valore di un parametro finanziario di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio).

Contrariamente al senso istintivamente suggerito dal termine, i contratti in parola dunque non *derivano da*, bensì *insistono su*, elementi di altri negozi⁸⁷.

Il primo significato del concetto derivazione è dunque improprio e, per così dire, rovesciato. Il contratto sarebbe derivato, in quanto il suo valore dipenderebbe (dunque “deriverebbe”), dall'attività fondamentale sottostante.

Siffatte definizioni, sulle quali concorda unanimemente la dottrina, appaiono tuttavia troppo riduttive, protese ad evidenziare l'aspetto (economico) della valorizzazione che presiede alla formazione di questi strumenti⁸⁸.

Il secondo e più pregnante significato del termine “derivato” sta ad indicare il processo genetico grazie al quale dalla base negoziale origina,

⁸⁶F. CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici dei contratti derivati finanziari*, Milano

⁸⁷Per tutti, F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti “derivati” finanziari*, Milano, 1997, ; P. RESCIGNO, *Definizioni*, in AA.VV., *Comm. al testo unico in materia di interm. fin.*, Padova, 1998, I, p. 9 e ss.

⁸⁸In tal senso anche F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2014, p. XI, secondo il quale: “il rischio che si può correre utilizzando le suddette definizioni è quello di far rientrare nella categoria dei contratti derivati anche situazioni economico-finanziarie molto distanti dal tema che ci occupa, come ad esempio la quota di un fondo comune di investimento, atteso che il suo valore certamente deriva dagli strumenti dei quali si compone la massa patrimoniale, di cui la quota esprime una frazione partecipativa: tuttavia la quota di un fondo comune di investimento non compare tra gli strumenti derivati indicati dal legislatore”.

o come suol dirsi “deriva” lo strumento finanziario corrispondente: il contratto, vale a dire l'accordo che, per effetto della stipulazione, diviene di per sé uno strumento finanziario.

In definitiva, dunque, l'espressione derivati mal si accompagna a quella di contratti⁸⁹. “Derivato” è piuttosto lo strumento finanziario “che deriva” dal contratto.

La conciliazione dei due termini potrebbe aver luogo utilizzando una più ampia perifrasi quale: contratto dal quale deriva uno strumento finanziario.

L'uso terminologicamente improprio dell'espressione “contratti derivati” si deve dunque a mere ragioni di comodità espositiva oltre che alla difficoltà di distinguere, nell'ambito di una definizione sintetica, il sottile confine tra la componente negoziale (genesì) ed il suo risultato (strumento finanziario).

Se si vuole dare una precisa definizione del contratto derivato, lo si può descrivere come un contratto bilaterale, ad esecuzione differita, caratterizzato da una forte componente di aleatorietà, avente come

⁸⁹In tal senso anche F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2014, p. XIII, secondo il quale: “sembrerebbe che il semplice accordo tra le parti, nel voler investire in prodotti derivati, comporti la stipulazione di un contratto derivato, o, meglio, di uno strumento finanziario derivato. Ciò vorrebbe significare quindi che il significato dei termine derivato starebbe ad indicare il processo genetico grazie al quale dalla base negoziale trae origine, cioè deriva, lo strumento finanziario, appunto, derivato. Orbene, letta in tal modo la norma, bisogna evitare quindi, di confondere la nozione di contratto derivato con quella di strumento finanziario derivato di cui all'art. 1 del T.U.F. Infatti, derivato può essere inteso come lo strumento finanziario che deriva dal contratto concluso tra le parti nel voler investire secondo uno schema prestabilito di interessi, con un oggetto determinato, con una causa lecita e con una forma prestabilita. In tal senso, il contratto derivato è quel contratto da cui deriva uno strumento finanziario”.

referente un'entità economica reale o astratta e ad oggetto un differenziale di valore assunto nel tempo da tale entità⁹⁰.

4. Classificazione dei contratti derivati tra dottrina e prassi dei mercati finanziari.

I contratti derivati non costituiscono un numero chiuso⁹¹. Nella formulazione attuale del T.U.F., il legislatore ha tentato una classificazione dei contratti derivati, che sicuramente non è esaustiva, sia per via dell'assenza di importanti categorie di derivati utilizzati nella prassi internazionale, sia per le modalità stesse della classificazione, basata sul carattere differenziale delle tipologie elencate e non sul tentativo di definire le varie categorie.

Detto elenco lo troviamo nella definizione di strumenti finanziari (art. 1, comma 2, lett. d), e), f), g), h), i) e j) e in quella di valori mobiliari (art. 1, comma 1 *bis*, lett. d),. Si tratta, nello specifico, di:

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del

⁹⁰In tal senso anche F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2014, p. XIII

⁹¹V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e Giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ.comm.*, 2010, I, p. 39 e ss.

sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap* e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine («*forward*») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

- strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

- contratti finanziari differenziali;
- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine sui tassi d' interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;
- qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari (azioni, obbligazioni ed altri titoli negoziati), a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

Come testé rilevato, l'elencazione casistica non è esaustiva, in quanto vi sono molte altre tipologie di strumenti finanziari derivati, desumibili

dai tipi emersi nei mercati internazionali, come ad esempio le c.d. opzioni esotiche. Ciò altresì nega la possibilità di ridurre la classificazione alle sole tre principali forme contrattuali *futures*, *options* e *swaps*. Il T.U.F., definisce il derivato come contratto, strumento finanziario e valore mobiliare, non dando un'esatta definizione né del derivato in sé, né delle sue diverse articolazioni, operando una distinzione sul tipo di regolamento di questi rapporti, che è quasi esclusivamente di carattere differenziale⁹².

Un ulteriore tentativo di classificazione può essere effettuato sulla base delle finalità dei diversi tipi di derivati. Queste possono essere raggruppate in tre categorie: la gestione di rischi finanziari (copertura di posizioni o *hedging*), la mera speculazione (negoziazione, *trading*) e l'arbitraggio⁹³. Nella prima categoria rientrerebbero i derivati che servono a proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate dei prezzi di mercato; nella seconda i derivati sottoscritti per ricavare un profitto scommettendo sull'evoluzione del prezzo dell'attività sottostante; nella terza, invece, i derivati che sfruttano un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello del sottostante, vendendo lo strumento sopravvalutato e ottenendo un profitto privo di rischio. Anche questa classificazione si deve ritenere inadatta.

⁹²È prevista infatti la definizione differita nel tempo, con la formazione di elementi di variabilità nella determinazione dei valori degli strumenti.

⁹³A. SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e Swap responsabilità civile e penale*, Dogana (Repubblica di San Marino), 2009, p. 22.

L'esigenza di pervenire a soluzioni che si adeguassero sempre più alle necessità di operatori e mercati ha portato ad una progressiva e incessante sofisticazione dei modelli in uso e ad una complessa combinazione di una o più unità contrattuali⁹⁴.

La tradizionale classificazione perde la sua certezza nel momento in cui dagli archetipi *swap*, *option* e *future* si passa all'analisi delle loro filiazioni. L'instabilità e il rifiuto alla sistematizzazione costituiscono le caratteristiche istituzionali del derivato⁹⁵. La recente riforma del T.U.F., attuatrice della direttiva MiFID, non ha mantenuto quella lungimirante previsione normativa, già presente nel cd. Decreto “Eurosime” e trasfusa nel testo originario del T.U.F. all'art. 1, comma 2, lett. j), che affermava che tra i contratti derivati rientravano anche «le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere» (le quali indicavano i derivati elementari). E' stata invece mantenuta la disposizione di cui all'articolo 18, comma 5, lett. a), secondo cui «il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi

⁹⁴C. PAPA FRANCO, *Struttura, caratteristica e operatività delle funzioni*, in *Amm. Fin.*, 1987, 10, p. 595.

⁹⁵E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 59

servizi e attività». Si è eliminata, con la riforma del 2007, la porta principale per l'accesso di nuovi contratti derivati, con un sistema dove è la norma che crea il mercato, salvo poi “farli entrare dalla finestra” nel momento in cui il derivato viene riconosciuto quale espressione dell'evoluzione dei mercati finanziari.

Alla luce di queste scelte legislative, è opportuno adeguarsi a quella dottrina⁹⁶ che parte dagli archetipi fondamentali per procedere poi all'enunciazione delle varianti e delle evoluzioni riconducibili a ciascuna tipologia di base.

Prima di procedere con la loro classificazione, è necessario, però, delineare i tratti comuni a ciascun contratto derivato, che non vanno però ritenuti come connotati identitari in quanto possono ritrovarsi anche in altre tipologie di strumento. Innanzitutto, come si avrà modo di precisare in prosieguo, i contratti derivati vanno ricompresi, in senso ampio, tra i contratti ad esecuzione differita. Essi assumono sempre a riferimento una grandezza economica, sia essa reale od astratta; oggetto della negoziazione non è mai direttamente l'entità economica di riferimento, bensì il differenziale scaturente dalla comparazione tra il suo valore al momento della stipulazione e il valore al momento dell'esecuzione o della scadenza di computo.

Il necessario scarto temporale tra stipulazione ed esecuzione rende,

⁹⁶E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 47 ss.. L'Autore supera i dubbi palesati nella prima edizione dell'opera, sul rischio che l'ipotesi di classificazione potesse ritenersi inadeguata alla luce di possibili evoluzioni normative.

inoltre, possibile che la prima abbia luogo sulla base di valutazioni previsionali sull'andamento dell'entità economica di riferimento, mentre l'incertezza della stima e del conseguente segno del differenziale fa sì che il contratto derivato possa comportare obbligazioni anche per una sola delle parti. Infine, i derivati, che possono indifferentemente rispondere ad una finalità di *hedging* o di *trading*, sono caratterizzati da una accentuata componente di aleatorietà, e la loro esecuzione può comportare perdite teoricamente illimitate.

Derivati sintetici. Nella prima categoria⁹⁷ vanno sicuramente ricompresi gli archetipi di contratto derivato: *future*, *option* e *swap*, le cui elementari configurazioni e declinazioni vengono usualmente classificati come “*plain vanilla*”, in contrapposizione alle soluzioni più elaborate, definite “esotiche”.

Il *future* è un contratto derivato in forza del quale una parte si impegna ad acquistare o vendere, ad una data scadenza, un certo quantitativo di beni ad un prezzo predefinito: ove, alla scadenza, il prezzo di mercato sia maggiore di quello pattuito, vi sarà il conseguimento di un differenziale positivo per il compratore e di uno negativo per il venditore. Esso rappresenta la forma basilare di contratto derivato e nessun derivato trascende dai suoi elementi fondamentali.

L'*option* è un contratto in base al quale una parte si impegna a

⁹⁷ Per una più approfondita analisi cfr. E. Girino, *I contratti derivati*, cit., p. 54 ss.

concedere ad un'altra, verso la corrispondenza di un prezzo, c.d. premio, il diritto di acquistare o vendere, ad una data scadenza, un certo quantitativo di beni ad un dato prezzo, c.d. prezzo di esercizio o *strike price*. La parte beneficiaria dell'opzione ha la facoltà di procedere alla stipula del contratto di acquisto o di vendita del fondamentale alla scadenza, ovvero di rinunziarvi⁹⁸. Manca un'effettiva volontà traslativa in capo ai contraenti: in quanto derivato, l'*option* mira prioritariamente al conseguimento del risultato differenziale⁹⁹.

Tra le varie tipologie nelle quali può presentarsi il contratto di *option*, si segnalano le *call options* e *put options*, che si realizzano, rispettivamente, quando il beneficiario ha il diritto di acquistare o di vendere il titolo. La convenienza ad esercitarle si ha, nel primo caso, quando l'*option* è *in the money* (il prezzo a scadenza è inferiore allo *strike price*, e conviene quindi acquistare) e *out the money* (quando viceversa il prezzo a scadenza è superiore); le *american options* e le *european options* si distinguono, invece, perchè la prima è esercitabile in qualunque momento tra la data di stipulazione e quella di scadenza, le seconde solo alla scadenza. Nell'*option* automatica l'esercizio o l'abbandono sono esercitati automaticamente nel momento in cui l'*option*

⁹⁸Cfr. G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, p. 39 ss.; F.M. GIULIANI, I "titoli sintetici" tra operazioni differenziali e realtà del riporto, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, p. 877; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. Comm.*, 1992, p. 629; R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1991, p. 437.

⁹⁹Cfr. A. BERARDI - L. PELIZZON, *Le opzioni*, *Amm. fin. oro*, 1998, 4-bis, p. 24.

si trova *in the money* o *out the money*; è semiautomatica quando il suo esercizio può avvenire in maniera inversa all'automatica, in caso di istruzione opposta impartita alla scadenza dal beneficiario. Le *exotic options*¹⁰⁰, variante dalla scarsa diffusione, si manifestano nelle sottocategorie delle *bermudian options* (intermedia al modello americano ed europeo: l'opzione è esercitabile a scadenze intermedie prefissate tra la data di stipulazione e quella di scadenza), delle *compound options* (opzione il cui esercizio viene rifissato a scadenze periodiche), delle *ladder options* (opzione i cui prezzi di esercizio sono determinati secondo una progressione decrescente), delle *pay later options* (opzione in cui il prezzo viene pagato solo in caso di esercizio, accompagnato da una clausola automatica *in the money*), delle *asian options* (opzione in cui lo *strike price* o il prezzo del bene opzionato alla scadenza viene determinato in funzione della media dei prezzi registrati da quest'ultimo per tutta la durata dell'opzione), delle *binary* o *digital options* (opzione il cui esercizio è sospensivamente condizionato a che il prezzo del bene abbia raggiunto, alla scadenza o entro la scadenza, se *european* o *american*, un determinato livello compreso in un *range* predefinito) e delle *hermaphrodite* o *AC-DC options* (opzione che accorda al beneficiario di scegliere se riservarsi il diritto di porsi come acquirente ovvero venditore dell'attività fondamentale).

¹⁰⁰ E. PANZARINI, *Il contratto di opzione – I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, p. 323.

L'*option* corrisponde alla fattispecie del patto d'opzione descritto dall'art. 1331 c.c., ed è il contratto derivato che meglio risponde alle finalità di *hedging*, per via della sua elasticità che assicura un perfetto controllo dell'evento futuro e incerto, dato dalla variabile di valore del sottostante¹⁰¹.

Lo *swap* nasce tradizionalmente nella forma dell'*interest rate swap*, contratto con cui le parti si scambiano, alle varie scadenze del prestito, una posizione finanziaria contraddistinta dal rendimento a tasso fisso, con una posizione finanziaria contraddistinta dal rendimento a tasso variabile¹⁰². Lo scambio non ha per oggetto il capitale, ma il solo importo risultante dall'applicazione sul capitale del tasso di interesse. Lo schema tipico del contratto prevede la liquidazione del solo differenziale risultante dal saldo tra gli importi derivanti dall'applicazione dei due tassi, che ha luogo periodicamente in coincidenza con le scadenze alle quali le parti sono tenute ad adempiere i rispettivi debiti. Caratteristica dello *swap* è che consiste in uno scambio di danaro, che esprime in maniera esaustiva i criteri di differenzialità e di immaterialità. Lo scambio però è sì la causa del negozio, ma non anche il suo oggetto, che rimane sempre la ricerca del differenziale di valore.

¹⁰¹Cfr. A. CORINTI - G. CUCINOTTA, *Le polizze index e unit linked in Italia*, in *Quaderni Isvap*, Roma, 1999, p. 33 e ss.; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., p. 354 e ss.; C. Cossiga, *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, in *Fin. Loc.*, 2008, 12, p. 131.

¹⁰²Cfr. E. FERRERO, *Profili civilistici*, cit., p. 633; E. GIRINO, *Opzioni sintetiche*, in *Amm. Fin.*, 1993, p. 836.

Sotto un profilo civilistico, l'*interest rate swap* corrisponde perfettamente all'accollo interno: si tratta dell'incrocio di due contratti di accollo con cui ciascuna parte assume il debito di interesse dell'altra, con l'intesa di procedere alla liquidazione del solo differenziale. L'esigenza di adattamento all'evoluzione dei mercati, ha portato alla creazione di contratti derivati che si attestano come varianti rispetto agli archetipi contrattuali. Va precisato che queste sono categorie aperte, in quanto non è concepibile, per loro stessa natura, una classificazione chiusa dei contratti derivati. Per non trascendere il fine del presente lavoro, ne verrà data una sommaria illustrazione. Per quanto riguarda le filiazioni dei *futures*, prassi e dottrina operano una prima distinzione tra *futures* standardizzati, per i quali esistono formulari di contratto-tipo, e non standardizzati, che vengono ricompresi nella categoria dei contratti derivato *over the counter*. Questa distinzione però non esaudisce la necessità di trovare le caratteristiche proprie di ciascuna manifestazione presente nella prassi finanziaria, e pertanto va abbandonata¹⁰³.

Tra le configurazioni più diffuse troviamo l'*interest rate future*, il *currency future*, lo *stock index financial future*, il *forward rate agreement*, il *brake forward contract*. Molto più diffuse nella prassi finanziaria sono le filiazioni dell'*option*, dovuto anche alla naturale elasticità di questa tipologia di contratto derivato. Tra le principali si devono menzionare l'*option* convertita, la *synthetic option*, l'*interest rate*

¹⁰³E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 68.

cap option, l'*interest rate floor option*, l'*interest rate collar option*, il *currency option*, l'opzione convertibile, la *barrier* o *knock-out option*, la *knock-in option*, l'*hedge warrant*. Per quanto riguarda le filiazioni dello *swap*, risulta incredibile la velocità con cui queste si sono sviluppate, considerando che questo contratto derivato è nato solamente meno di trenta anni fa. Tra le principali filiazioni vi sono l'*asset swap*, il *currency swap*, il *domestic swap*, le sottoderivazioni di *swap*, lo *swap* elettrico, l'*equity swap*.

Derivati complessi. Mentre le filiazioni dei derivati sintetici si contraddistinguono per un incastro negoziale tra due segmenti che potrebbero comunque mantenere una propria autonomia giuridica, i derivati complessi sono quei contratti derivati nei quali è la volontà delle parti che fonde diverse tipologie realizzando un nuovo, autonomo, unitario ed inscindibile negozio¹⁰⁴.

Una prima tipologia negoziale è quella del *future option*, ove vi è un'*option* che *assicura* al titolare la facoltà di stipulare, a scadenze e condizioni predefinite, un contratto di *future*, le cui scadenze e i cui termini sono altrettanto predefiniti. Abbiamo poi la *stock index option*, ossia un'*option* applicata su uno *stock index financial future*, dal quale si

distingue per il fatto di sostituire il tipico automatismo di quest'ultima tipologia di contratto derivato con la facoltà di una delle parti di dare corso o meno alla liquidazione del differenziale, verso il pagamento, da

¹⁰⁴Per una più approfondita analisi cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 120 e ss.

parte del titolare dell'opzione alla controparte, di un premio; la *participating swap option*, negozio intermedio tra lo *swap* domestico, di cui mantiene la liquidazione di un differenziale tra due importi convenzionali, e l'*interest rate option*, dal quale assorbono la caratteristica di limitare, in un senso o nell'altro, il differenziale da liquidarsi. Come tutte le *options*, può essere di tipo *call* o *put*: la peculiarità di essere una combinazione con un contratto di *swap* domestico determina che venga definito un capitale convenzionale sul quale viene applicato un cambio a pronti (capitale iniziale) ed un cambio a termine (capitale finale), creando dei benefici al cliente con un notevole risparmio in caso di andamento positivo del premio, ma, viceversa, creandogli forti effetti pregiudizievoli in caso di andamento negativo; la *swaption* o *contingent swap*, combinazione tra uno *swap* e un'*option*. La caratteristica è che lo *swap* non viene immediatamente concluso, bensì viene lasciata ad una parte la possibilità di stipularlo al verificarsi di una data circostanza. Esistono due differenti tecniche di stipulazione: la prima subordina la stipulazione dello *swap* al verificarsi di un dato evento. In tal caso, il contratto di *swap* può dirsi già perfezionato, in quanto è solo l'efficacia dello stesso ad essere sottoposta a condizione sospensiva ex art. 1353 c.c., e manca pertanto la componente opzionaria. La *swaption* in senso proprio pertanto si realizza solo in presenza di un'*option* finalizzata al perfezionamento di uno *swap*, condizionata, non

per l'efficacia di quest'ultimo, bensì per la facoltà di esercizio, al verificarsi di un dato avvenimento futuro. Il fine di questa tipologia di contratto derivato è quello di rendere più elastica la stipulazione di un contratto di *swap*, soprattutto per quanto riguarda la rinegoziazione e gli effetti sfavorevoli che potrebbero derivarne per il contraente. La possibilità di stipulare successivamente lo *swap* esercitando un'opzione, infatti, permette alla parte che ne ha la facoltà di studiare l'andamento del mercato e decidere così la convenienza nella conclusione del contratto. Una tipologia simile di derivato complesso si riscontra nello *swap collar*, combinazione di due filiazioni dei contratti derivati che formano la *swaption*: il *domestic currency swap* e l'*interest rate collar*. Gli *swap collar* si contraddistinguono per il fatto che le parti predefiniscono il capitale iniziale minimo e massimo applicando al capitale convenzionale due differenti tassi di cambio della valuta di riferimento. Alla scadenza il capitale viene moltiplicato per il cambio a pronti: si ottiene così il c.d. capitale finale. Se questo è maggiore del capitale iniziale minimo, l'intermediario paga al cliente la relativa differenza, mentre se è maggiore del capitale iniziale massimo sarà il cliente a pagare il differenziale all'intermediario. Per tutti i capitali coincidenti o intermedi si crea invece una zona franca, entro la quale non è dovuto il pagamento di alcun premio.

Un'ultima tipologia di contratto derivato complesso è rappresentata

dagli *indexed derivatives*, derivati semplici indicizzati alla stessa maniera delle obbligazioni. A differenza dell'*interest rate swap*, dell'*equity swap*, del *future* azionario e dell'*option* azionaria, negli *indexed derivatives* le variazioni di un indice non costituiscono il sottostante bensì un elemento accessorio, esogeno e accidentale, che può influire sulla valorizzazione dello strumento, ma dal quale non deriva. Questa tipologia di contratto derivato consente di sfruttare al meglio le potenzialità tipiche dello strumento fondamentale, accrescendone la flessibilità con un separato meccanismo di indicizzazione. Questo meccanismo può altresì realizzare una maggiore volatilità dello strumento finanziario, che comunque consente di attenuare gli aspetti speculativi cui lo strumento di base può condurre.

Derivati di credito. Il *genus* dei contratti derivati c.d. di credito si è affermato nel mercato mobiliare solo nell'ultimo decennio, ma ha subito avuto un importante sviluppo, sia a livello quantitativo che per le problematiche e controversie che ha determinato¹⁰⁵.

Il suo archetipo è il *credit default swap*¹⁰⁶, strumento finanziario creato per ovviare al rischio di inadempienze contrattuali. Il finanziatore (compratore di protezione o *protection buyer*), esposto al rischio di

¹⁰⁵Sui contratti derivati di credito cfr. V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati*, cit., p. 51; R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.; M. NUCCI, *Credit default option*, in *Contr.*, 2006, p. 823 e ss.; E. BARCELLONA, *Note sui Derivati Creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il Caso.it*, II, 200/2010.

¹⁰⁶E. GIRINO, *Credit default swap*, in *Amm. fin.*, 1997, p. 48 e ss.

rientro verso il suo debitore (*reference entity*), corrisponde ad un terzo soggetto (venditore di protezione o *protection seller*) una quota del rendimento del credito erogato. Il *protection seller*, a fronte della quota di interesse retrocessogli dal *protection buyer*, non corrisponde alcunché a costui: i suoi oneri contrattuali consistono nell'accollarsi l'integrale o parziale perdita che il *protection buyer* eventualmente dovesse soffrire in caso di inadempienza da parte del *reference entity*. Quest'onere del *protection seller* opera tuttavia esclusivamente per determinati casi di inadempimento, espressamente previsti dal contratto, c.d. *credit events*. L'inadempienza da parte del *reference entity* può determinare o l'estinzione dell'operazione di finanziamento ovvero la cessione del credito da parte del *protection buyer* al *protection seller* ad un prezzo predeterminato o predeterminabile.

Diversa è altresì la causa del contratto per le diverse parti contraenti. Mentre per il *protection buyer* detto contratto ha finalità di *hedging*, per il *protection seller* ha finalità meramente speculative. Il primo si espone ad una perdita certa (la quota retrocessa) per assicurarsi un indennizzo incerto, il secondo, invece, si procura un profitto certo esposto ad un rischio incerto, ma comunque predeterminato o predeterminabile.

Con riferimento ai derivati di credito, esiste un contrasto dottrinale su alcune tipologie che vi vengono ricondotte: trattasi del *credit spread swap*, del *credit spread option* e del *loan portfolio swap*, che un'illustre

dottrina riconduce nella tipologia dei derivati semplici¹⁰⁷. L'asserzione di un'erronea qualificazione all'interno di questa categoria è fondata sul fatto che queste tre tipologie di contratto derivato non implicano alcun trasferimento del rischio di credito, bensì, rispettivamente, lo scambio di un differenziale di valore sul titolo, il trasferimento al concedente l'opzione di un credito nei confronti del debitore insolvente nonché lo scambio di flussi di interessi attivi prodotti da crediti di due diversi creditori.

Derivati di secondo livello. La prassi finanziaria, nell'elaborazione di nuovi contratti derivati, è arrivata a creare una nuova categoria di derivati, contraddistinta dall'avere come schema base quello classico dello *swap* o dell'*option*, ma come sottostante un'astrazione di grandezze economiche o economicamente valutabili, di secondo livello rispetto alla realtà economica sottesa¹⁰⁸.

L'importanza finanziaria di detti contratti ha portato il legislatore a prevederli espressamente in occasione della riforma dell'art. 1 TUF del 2007: trattasi dei contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali. I derivati meteorologici sono caratterizzati dall'avere come sottostante la variazione climatica¹⁰⁹. La funzione di

¹⁰⁷E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 137 e ss. L'Autore riconduce il *credit spread swap* all'*interest rate swap*, il *credit spread option* al *credit default option* e il *loan portfolio swap* all'*asset swap*.

¹⁰⁸Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 143 e ss.

¹⁰⁹Un *degree-day swap*, ad esempio, si basa sul differenziale delle variazioni di

questo contratto derivato è sicuramente di *hedging* in relazione all'effetto che la variazione climatica esplica o potrebbe esplicare su determinate attività economiche.

Analogo discorso può svolgersi sia per i derivati su tariffe di trasporto, che assumono come fondamentale la variazione dei costi di trasporto marittimo, a loro volta suscettibili di influire sul costo finale dei beni; sia per i derivati basati su indicatori economici, basati sullo scostamento di un dato indice ufficiale che, per sua natura, può produrre riflessi nei rapporti tra gli operatori economici; che per i derivati su quote di emissione¹¹⁰, basati sulla valorizzazione del differenziale determinato dalla variazione dei prezzi delle quote di emissione, grandezza economicamente apprezzabile e negoziabile.

Derivati standard e derivati over the counter. Un'ulteriore classificazione dei contratti derivati, peraltro molto rilevante ai fini della

temperatura registrate al di sopra o al di sotto di un dato livello contrattualmente previsto, che di solito si attesta in una temperatura media di 65° F (pari a 18°C).

¹¹⁰Le critiche ad una riconduzione entro tale categoria di questa tipologia di contratto derivato sono determinate da un equivoco sul sottostante fondato su importanti basi normative. Tale sottostante infatti esprime una grandezza di natura convenzionale coniata dall'art. 3 della Direttiva 2003/87/CE del Parlamento e del Consiglio del 13 ottobre 2003, che definisce la quota di emissione come "il diritto ad emettere una tonnellata di biossido di carbonio equivalente per un periodo determinato". Le finalità perseguite dalla direttiva consistono nel limitare le emissioni di gas ritenute inquinanti per l'ambiente, contingentando le tonnellate annue massime remissibili da determinati impianti produttivi. Le quote vengono assegnate dagli Stati membri sulla base di determinati criteri. L'operatore che, adottando un'accorta politica economica, riesca a produrre emissioni inferiori rispetto alle quote assegnate, ha il diritto di cedere le quote a soggetti terzi. L'errore risiede proprio nel ritenere quale sottostante detto contratto di compravendita e non il differenziale di emissioni. Sull'argomento cfr. S. GIULI, *Les quotas d'émission de gaz à effet de serre: la problématique de la nature juridique des quotas et ses implications en matière comptable et fiscale*, in *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 22 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p.145 ss.

disciplina da seguire per la loro regolamentazione, è quella tra derivati standard e derivati *over the counter* (abbreviati con l'acronimo OTC). Il derivato standard è un contratto non solo negoziato in un mercato regolamentato, ma anche predeterminato nel suo apparato negoziale: le condizioni di contratto sono tutte prestabilite in modo uniforme, e l'unica variabile è il prezzo¹¹¹.

La volontà delle parti è ridotta ad una mera decisione sul se stipulare il contratto, mentre non possono intervenire sulla determinazione del suo contenuto: l'autonomia contrattuale è praticamente annullata, ma non influisce sulla configurazione del negozio, riducendo il derivato ad un titolo. La componente contrattuale persiste, ma è sicuramente più limitata che nei derivati OTC, i quali sono trattati nel mercato libero, senza avere limitazioni di sorta dal punto di vista dell'autonomia contrattuale.

Esaminando più nel dettaglio le due categorie, si evidenzia che il funzionamento del mercato dei contratti derivati standard limita ulteriormente l'autonomia contrattuale, non riservando alle parti nemmeno la libertà di scegliere la controparte con cui concludere il contratto: il sistema di negoziazione è improntato su di un meccanismo telematico, che implica per i partecipanti solo l'obbligo di immettere nel sistema le rispettive offerte, che lo stesso sistema provvederà ad incrociare in modo automatico.

In Italia l'istituzione di un mercato regolamentato dei derivati è

¹¹¹ U. CAPRARA, *Borse merci e mercati a termine di Borsa*, 1978, Milano, p. 10.

avvenuto nel 1992, con la nascita del Mercato Italiano *Futures* (MIF), con Decreto del Ministro del Tesoro del 18 febbraio 1992¹¹². La disciplina del MIF era contenuta nel Regolamento del mercato dei contratti uniformi a termine su titoli di Stato della MIF S.p.A. Del 26 novembre 1998, approvato dalla Consob con delibera n. 11748 del 18 dicembre 1998. In seguito, con la fusione per incorporazione di MIF S.p.A. in Borsa Italiana S.p.A., è stato adottato un nuovo regolamento da parte della società che gestisce il mercato¹¹³, approvato dalla Consob con due delibere, la n. 12293 del 22 dicembre 1999 e la n.12469 del 4 aprile del 2000. La regolamentazione ammetteva alla negoziazione contratti *future* e *options* su titoli di Stato e tassi di interesse¹¹⁴.

Dopo un'iniziale fortuna, gli scambi nel MIF iniziarono a rarefarsi, portando Borsa Italiana S.p.A. a sopprimere il mercato dal gennaio 2003¹¹⁵. Dopo l'eliminazione del MIF, il principale mercato italiano di

¹¹²V. VALLE, *Contratti future*, in *Contr. impr.*, 1996, p. 307, secondo cui "l'impulso più immediato all'apertura di un mercato *future* in Italia venne dall'avvio della negoziazione di contratti *future* su buoni del tesoro poliennali italiani sui mercati esteri, più precisamente al Liffle di Londra e al Matif parigino nel settembre 91. Il primo mercato *future* italiano, in cui si introdussero alla negoziazione proprio contratti a termine sui titoli di Stato venne istituito con decreto del Ministro del Tesoro del 18.2.92 e aperto il 22 settembre 1992. Il Mercato italiano dei *future* (Mif) [...] venne fondato sulle basi del mercato telematico secondario dei titoli di Stato, uno dei più grandi mercati a pronti del mondo per la negoziazione di titoli di Stato, efficiente e trasparente".

¹¹³Regolamento Borsa Italiana S.p.A. del 20 dicembre 1999.

¹¹⁴Nella specie, erano ammessi alla regolamentazione: a) il BTP *future* decennale; b) il BTP *future* trentennale; c) il *future* su tasso Euribor a un mese; d) l'opzione su BTP *future* decennale. Sull'organizzazione del mercato in questione v. F. Annunziata, *Il mercato italiano dei futures e la cassa di compensazione e garanzia - Una nuova tappa della riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 1993, p. 306; L. FABRINI BOCCETTI, *La posizione degli intermediari nel MIF*, in *I derivati finanziari*, cit., 1993, p. 133; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 543 e ss.; F. VIGLIANO, *La insolvenza nel MIF*, in *I derivati finanziari*, cit., p. 141.

¹¹⁵Decisione Borsa Italiana S.p.A. del 19 dicembre 2002. La Consob, con delibera n. 13975 del 11 marzo 2003, d'intesa con la Banca d'Italia, ha revocato alla Borsa

contratti derivati standard è l'*Italian Derivatives Market* (IDEM), istituito con le delibere Consob nn. 9482, 9483 e 9484 del 3 ottobre 1995. Con la privatizzazione della Borsa, l'IDEM fu ridisciplinato dal Titolo 4.7 del precedente Regolamento della Borsa Italiana S.p.A., approvato dalla Consob il 4 dicembre 1998 e in vigore dal 4 gennaio 1999, e oggi trova la sua disciplina nel Regolamento Borsa 2012 e nelle relative Istruzioni in vigore dall'15 ottobre 2012. Già dal Regolamento del 2010, si è operata una suddivisione in due comparti del mercato in questione: l'IDEM *Equity*, destinato alla trattazione dei *futures* sul FTSE MIB¹¹⁶(cc.dd. FIB), dei miniFIB, delle *options* sul FTSE MIB, dei *futures* su azioni e delle *options* su azioni; e l'*Italian Derivatives Energy Exchange* (IDEX), ospitante i *futures* sull'energia elettrica¹¹⁷. Gli *swaps* standard sono invece

l'autorizzazione alla gestione del mercato in questione.

¹¹⁶Il FTSE MIB è il più significativo indice azionario della Borsa italiana. È il paniere che racchiude le azioni delle 40 maggiori società italiane ed estere quotate maggiormente capitalizzate sui mercati gestiti da Borsa Italiana. L'indice è nato in seguito alla fusione tra Borsa Italiana (S&P Mib) e il London Stock Exchange andando a creare il London Stock Exchange group. È operativo a partire da 1° giugno 2009 e rappresenta all'incirca l'80% della capitalizzazione del mercato azionario italiano.

¹¹⁷Cfr. F. DI PORTO, *Commento all'art. 11, comma 7, in L'attuazione della direttiva MiFID* a cura di A. Irace-M. Rispoli Farina, Torino, 2010, p. 310; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 568 e ss. L'art. 66-bis TUF, inserito dal d.lgs. 164/2007, ha espressamente ammesso la possibilità di istituire e gestire mercati per la negoziazione di derivati energetici (elettricità e gas). V. anche l'art. 66-bis TUF (Mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia e il gas): «1. Ai mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica ed il gas e alle società che organizzano e gestiscono tali mercati si applicano le disposizioni del presente Capo, fatto salvo quanto indicato ai successivi commi. 2. I provvedimenti di cui agli articoli 61, commi 8 e 8-bis, 63, commi 1 e 2, 67, commi 2, 3, 5-bis e 5-ter, 70-bis, comma 2, lettera b), 70-ter, comma 2, 73, comma 4, e 75, commi 2 e 4, sono adottati dalla Consob, d'intesa con l'Autorità per l'energia elettrica e il gas. 3. Le disposizioni di cui all'articolo 62, comma 1-ter, sono adottate dalla Consob, sentita l'Autorità per l'energia elettrica ed il gas. 4. I provvedimenti di cui all'articolo 64, comma 1-bis, lettera c), sono adottati dalla Consob sentita l'Autorità per l'energia elettrica e il gas. 5. I compiti di cui all'articolo 67, comma 2-bis, sono attribuiti alla Consob, sentita l'Autorità per l'energia elettrica e il gas. 6. L'Autorità per l'energia elettrica ed il gas esercita le attribuzioni previste nel presente articolo in funzione delle generali esigenze di stabilità,

negoziati nel comparto del mercato telematico e-MID denominato e-Mider¹¹⁸.

In Italia opera, altresì, un terzo mercato, il SeDeX, nel quale vengono negoziati degli strumenti in ordine alla cui riconducibilità alla categoria dei contratti derivati sussiste in dottrina un forte contrasto: ci si riferisce ai *covered warrant* e i *certificates*¹¹⁹.

L'IDEM rappresenta comunque un modello anche per gli altri mercati, disciplinati sulla falsa riga di quest'ultimo, e pertanto è bene muovere l'analisi degli operatori autorizzati ad operare sul mercato e le modalità di stipulazione ed esecuzione del contratto basandoci sulla normativa regolatrice del suddetto mercato. Mentre dottrina e prassi più risalenti distinguevano gli operatori tra *brokers* e *dealers*¹²⁰, l'ampliarsi dei

economicità e concorrenzialità dei mercati dell'energia elettrica e del gas, nonché di sicurezza e efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas. 7. Nell'esercizio delle funzioni previste dal presente articolo, la Consob e l'Autorità per l'energia elettrica e il gas si prestano reciproca assistenza e collaborano tra loro anche mediante scambio di informazioni, senza che sia opponibile il segreto d'ufficio. La Consob e l'Autorità per l'energia elettrica e il gas agiscono in modo coordinato, a tal fine stipulando appositi protocolli di intesa. 8. L'Autorità per l'energia elettrica e il gas informa il Ministero dello sviluppo economico sull'attività di vigilanza svolta e sulle irregolarità riscontrate che possono incidere sul funzionamento dei mercati fisici dei prodotti sotesi nonché sulla sicurezza e sull'efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas».

¹¹⁸Gestito da e-MID SIM S.p.A., l'e-MIDER è governato da un Regolamento emesso dalla stessa società di gestione, la cui ultima versione risale al 16 aprile 2007, e da apposite Disposizioni di attuazione, da ultimo modificate il 20 luglio 2009. Sull'argomento cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 576 e ss.

¹¹⁹Per E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 572 e ss., tali strumenti non possono propriamente considerarsi derivati, bensì soluzioni ibride fra il derivato e il titolo di debito.

¹²⁰Cfr. L. VALLE, *Contratti future*, cit., 328, secondo cui «sono “intermediari puri” (*brokers*) quegli operatori che possono formulare proposte in concorrenza con quelle degli operatori principali, ma che non hanno l'obbligo di farlo in via continuativa. Essi non possono assumere posizioni in conto proprio, ma solo per conto terzi. Sono detti “*dealers*” o “*locals*” coloro che non hanno la possibilità di formulare proprie offerte ma solo di accettare quelle degli operatori principali e dei *brokers*. Possono svolgere esclusivamente attività per conto proprio. “Altri operatori” vengono definiti coloro che

mercati, il moltiplicarsi degli operatori e le più rigide condizioni d'accesso hanno introdotto una più complessa classificazione, puntualmente fornita dall'art. 3.1.1 del Regolamento della Borsa Italiana S.p.A. del 2012, secondo cui possono partecipare alle negoziazioni nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana i soggetti autorizzati ai sensi di legge o di regolamento all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti e i soggetti che rispettano specifici requisiti di partecipazione stabiliti da Borsa Italiana nelle Istruzioni.

Le Istruzioni al Regolamento, all'art. IA.3.1, prevedono che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana: a) i soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi del Testo Unico della Finanza, del Testo Unico Bancario o di altre disposizioni di leggi speciali italiane; b) le banche e imprese di investimento autorizzate all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi delle disposizioni di legge di Stati Comunitari o di Stati Extracomunitari; c) le imprese costituite in forma di società per azioni, società a responsabilità limitata, o forma equivalente per le quali sussistano in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione,

possono operare sia per conto proprio sia per conto terzi, ovvero solo per conto terzi. Essi non possono formulare offerte ma solo accettare con i propri ordini le offerte degli operatori principali e dei *brokers*».

direzione e controllo e ai responsabili dell'attività di negoziazione e della funzione di controllo interno, i requisiti di onorabilità e professionalità, equivalenti a quelli previsti per gli intermediari su strumenti finanziari. Tale requisito non si applica per le imprese autorizzate dall'Autorità competente di uno Stato Comunitario a uno o più servizi e attività di investimento o alla gestione collettiva del risparmio. Dette imprese devono avere istituito una funzione di revisione interna, che non dipenda gerarchicamente da alcun responsabile di aree operative, che svolga verifiche periodiche sull'attività di negoziazione su strumenti finanziari. Borsa Italiana si riserva la possibilità di esonerare dal rispetto del presente requisito valutata la dimensione dell'operatore (c.d. principio di proporzionalità). Le imprese devono altresì essere in possesso di un adeguato patrimonio netto, risultante dall'ultimo bilancio certificato.

Quanto alle modalità di stipulazione, i derivati standard vengono trattati su un circuito telematico, entro il quale gli operatori immettono le rispettive proposte di acquisto e di vendita. In caso di parità di prezzo, vengono ordinate cronologicamente. La conclusione del contratto avviene automaticamente, incrociando le proposte di acquisto con quelle di vendita che presentino le stesse caratteristiche, rispettando l'ordine di valore e immissione. La principale anomalia derivante da questo particolare luogo di stipulazione dei contratti derivati, è che gli operatori non possono scegliere la controparte e le proposte vengono immesse in

forma anonima¹²¹.

Il contratto telematico su derivati standard si connota, quindi, per la spersonalizzazione della negoziazione. La scelta della controparte è basata sul fattore meramente oggettivo della coerenza delle rispettive proposte ed è effettuata dal sistema in maniera totalmente automatica e sganciata da qualsiasi considerazione sui contraenti. Non è nemmeno possibile conformare la proposta in termini personalizzati.

Il Regolamento Borsa 2012 prevede, all'art. 5.3.2, comma 6, che possono essere immesse solo le seguenti tipologie di proposte di negoziazione: a) “proposta singola”, riflettente un ordine, in acquisto o in vendita, relativo a una singola serie dei contratti; b) “proposta combinata standard” (Combo) riflettente una combinazione di due ordini relativi a due serie diverse, la cui esecuzione avviene simultaneamente al verificarsi delle idonee condizioni di mercato. Borsa Italiana determina nelle Istruzioni le strategie operative oggetto di proposte combinate standard; c) “quotazioni”, riflettenti offerte di acquisto e vendita degli operatori *market maker* e degli specialisti in adempimento dei loro obblighi; d) “proposta combinata flessibile” (FLEXCO), riflettente una combinazione, definita dall'operatore proponente, di massimo quattro

¹²¹ Articolo 5.3.2 del Regolamento della Borsa Italiana S.p.A. 2012 (Proposte di negoziazione): «La volontà negoziale degli operatori si esprime attraverso proposte di negoziazione in forma anonima. Le proposte di negoziazione contengono almeno le informazioni relative allo strumento derivato da negoziare, alla quantità, al tipo di operazione, al tipo di conto, alle condizioni di prezzo nonché alle modalità di esecuzione, indicate nel Manuale del Servizio di Negoziazione del mercato IDEM».

ordini relativi a serie differenti, la cui esecuzione deve avvenire contestualmente. Le caratterizzanti spersonalizzazione e anonimato implicano la necessità di ricorrere ad uno strumento di garanzia che assicuri la certezza di esecuzione del contratto e l'impossibilità per le parti di sollevare eccezioni in ordine alla validità ed efficacia dello stesso.

Il TUF conferisce a Consob e Banca d'Italia diverse funzioni regolamentari in materia.

La Consob, (sentita la Banca d'Italia quando si tratti di contratti derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute) emana i provvedimenti autorizzativi dei mercati regolamentati¹²² ed è competente sui sistemi di garanzia dei contratti¹²³. La compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari sono invece disciplinate dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob¹²⁴, mentre sull'accesso ai sistemi di garanzia, compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari¹²⁵,

sugli accordi tra detti sistemi nell'ambito dei mercati regolamentati¹²⁶ e sulla disciplina dell'insolvenza di mercato, competente ad emanare i regolamenti e ad opporsi agli accordi anzidetti è la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia.

Il sistema di compensazione attualmente abilitato è la Cassa di

¹²² Art. 61, comma 6-ter, TUF

¹²³ Art. 68 TUF

¹²⁴ Art. 70 TUF

¹²⁵ Art. 70-bis TUF

¹²⁶ Art. 70-ter TUF.

Compensazione e Garanzia, istituita da Consob e Banca d'Italia¹²⁷, che oggi è gestita in forma privata¹²⁸ ed il cui funzionamento è disciplinato dal Regolamento deliberato dalla stessa società gerente e dalle relative Istruzioni applicative¹²⁹. Gli operatori che si avvalgono del servizio della Cassa prendono il nome di aderenti¹³⁰. La Cassa assume il ruolo di controparte degli aderenti che a loro volta assumono il ruolo di controparte dei clienti.

La transazione originaria si conclude sostanzialmente tra i due clienti, ma formalmente il rapporto viene liquidato tra l'aderente cui il cliente si sia rivolto e la Cassa. Concluso il contratto, il sistema telematico comunica alla Cassa l'identità delle controparti, la posizione assunta (acquirente o venditore), l'oggetto e le condizioni del contratto.

Ricevuta l'informazione, la Cassa conferma l'operazione al venditore e all'acquirente. Tale conferma determina l'assunzione, da parte della Cassa delle posizioni contrattuali e la conseguente liberazione delle controparti

¹²⁷Disposizioni della Consob e della Banca d'Italia del 16 marzo 1992 concernenti l'organizzazione e il funzionamento della Cassa di Compensazione e Garanzia e successive modifiche.

¹²⁸CC&G (Cassa di Compensazione e Garanzia) S.p.A., che fa parte del Gruppo London Stock Exchange.

¹²⁹Regolamento CC&G S.p.A. del 1 novembre 2011.

¹³⁰Gli operatori si distinguono tra aderenti diretti (generali, individuali, speciali e qualificati) e indiretti (art. B.2.1.1. Regolamento CC&G S.p.A.). Gli aderenti generali e individuali possono essere Sim o banche autorizzate in Italia all'esercizio di servizi di investimento e quelle che esercitano tali servizi in regime di mutuo riconoscimento, dotate di un determinato patrimonio di vigilanza; aderenti indiretti sono gli stessi intermediari anzidetti e gli altri soggetti che siano ammessi alle negoziazioni sul Mercato di riferimento che abbiano stipulato con un partecipante generale l'accordo di cui all'Articolo B.2.3.1, affinché questi assuma la posizione di controparte nei confronti della Cassa in ordine alle operazioni effettuate dal partecipante indiretto; partecipanti Speciali sono le società di gestione dei sistemi di garanzia; partecipanti qualificati sono le società di gestione di mercati di merci ammesse al sistema.

dalle posizioni contrattuali reciproche.

Venditore e compratore, una volta concluso il contratto, non sono più obbligati reciprocamente, ma ciascuno solo nei confronti della Cassa, che a sua volta è la sola impegnata nei confronti del compratore e del venditore. Le relative posizioni contrattuali, al momento della registrazione, si compensano con quelle già registrate ed aventi le stesse caratteristiche¹³¹.

Ulteriore particolarità di questo sistema, sono le garanzie riservate alla posizione contrattuale della Cassa: eventuali vizi che potrebbero invalidare o rendere inefficace il contratto ovvero eccezioni fondate su rapporti diretti tra acquirente e venditore non sono opponibili alla cassa. Tali vizi ed eccezioni possono opporsi, e la relativa controversia deve instaurarsi, tra i contraenti originari¹³².

Alla luce di ciò si aprono importanti profili civilistici¹³³, che separano aspetto negoziale e profilo solutorio, astraendo la fase esecutiva dalle sorti civilistiche del contratto di base.

Sono da escludere la cessione del contratto (art. 1406 c.c.) e lo schema fideiussorio (art.1936 c.c.), in quanto nel primo caso le relative posizioni contrattuali non si estinguono e sarebbe inapplicabile la disciplina di cui

¹³¹ Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2000, Torino, 256, secondo cui così si realizza l'effetto tipico della *clearing house*: «la Cassa di compensazione e garanzia diventa controparte di ciascuno dei contraenti del contratto uniforme su strumenti finanziari negoziati sui mercati derivati (Idem e MIF), esonerando così ogni parte di questi contratti dal rischio di insolvenza di controparte»

¹³² Art. B.3.1.1, comma 3, Regolamento CC&G S.p.A.

¹³³ E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 566 e ss.

agli artt. 1408-1410 c.c. in tema di eccezioni opponibili tra cedente, cessionario e ceduto, e nel secondo caso l'obbligato principale è completamente liberato nei confronti della controparte. E' preferibile accogliere la tesi dell'accollo liberatorio esterno¹³⁴ (art. 1273 c.c.), in quanto la Cassa assume l'obbligo di eseguire rimanendo unica obbligata in tal senso verso i contraenti che, per effetto dell'adesione al mercato, acconsentono espressamente alla liberazione della controparte¹³⁵.

Si è accennato *supra* che i derivati OTC sono trattati nel mercato libero, senza avere limitazioni di sorta dal punto di vista dell'autonomia contrattuale. Nella prassi è raro che si manifesti la stipulazione di singoli derivati, che consistono e si esauriscono in un unico accordo e in un'unica operazione. Ordinariamente, soprattutto per rispondere alle esigenze degli investitori professionali, che richiedono un elevato volume di operazioni, si fa ricorso al modello negoziale del contratto-quadro o *master agreement*, che soddisfa quei requisiti di agilità e rapidità che i contratti derivati richiedono. Il *master agreement* è un contratto

¹³⁴Contra E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., che sostiene l'introduzione di una nuova figura giuridica, ossia la *clearing house*, l'istituzione che si pone al centro delle negoziazioni garantendo l'adempimento, ma una tale soluzione non risolve i problemi nascenti dalla "sterilizzazione" della posizione della Cassa di garanzia e compensazione a seguito del manifestarsi di vizi contrattuali.

¹³⁵Ricordiamo che l'art. 1273 c.c., comma 2, recita "L'adesione del creditore importa liberazione del debitore originario solo se ciò costituisce condizione espressa della stipulazione o se il creditore dichiara espressamente di liberarlo". Sull'istituto cfr. C. NOBILI, *Le Obbligazioni*, 2008, Milano, p. 279 e ss.; R. CICALA, *Saggi*, Napoli, 1964, p. 78 e ss.; ID., voce *Accollo*, in *Enc. Dir.*, I, Milano 1958, p. 284 ss.; A. COLAVOLPE, *Se in caso di accollo, a scopo di finanziamento, si applichi la disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 427; T. TORRESI, *Accollo di debiti futuri e determinabilità (anche unilaterale) dell'oggetto della prestazione*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 59

normativo, un accordo che non impegna le parti alla stipulazione, ma che disciplina gli eventuali singoli contratti che le parti vorranno stipulare, contenendo la disciplina negoziale che disciplinerà queste singole operazioni. L'esecuzione di queste ultime richiederà forme più semplici, necessitando solo della trasmissione degli elementi essenziali del singolo negozio, cd. conferme. Il contratto-quadro conterrà una comune disciplina degli aspetti inerenti la forma, il metodo di conclusione delle singole operazioni, le garanzie richieste a copertura degli impegni nascenti dalle stipulazioni, l'eventuale accordo di *mark to market* e i criteri per la determinazione del relativo valore, la durata del contratto, i casi di risoluzione anticipata, la previsione eventuale del diritto di recesso, le clausole sulla competenza negoziale o arbitrale¹³⁶. Appositi allegati al contratto-quadro definiranno poi modelli da adottarsi per le singole operazioni.

La natura internazionale dei contratti derivati ha fatto intraprendere il tentativo affermare dei modelli di contratto-quadro in derivati, capaci di imporsi come universali per la loro completezza¹³⁷. Ma questo tentativo di universalizzazione è fallito, *in primis* per la fonte di questi *master agreements*, che sono elaborati da associazioni di operatori del settore, prescindendo dal profilo giuridico¹³⁸.

¹³⁶Cfr. C. PRATTI LUCCA, *Strumenti finanziari. Aspetti di diritto internazionale privato*, 2006, in *diritto.it*.

¹³⁷Cfr. S.M. CARBONE, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, p. 3.

¹³⁸I principali modelli in uso, come detto, sono l'ISDA (elaborato dall'*International*

Inoltre, l'elaborazione in sistemi giuridici di *common law* ha reso difficile la loro introduzione negli ordinamenti di *civil law*, così come impossibile si è rivelato racchiudere entro un modello fisso uno strumento altamente variabile quale è il derivato.

Nel nostro ordinamento, dunque, in virtù della scarsa attenzione che hanno richiamato questi modelli universali, l'esercizio della libertà contrattuale è massimo: il contratto derivato OTC è creato dalla stessa controparte professionale. Muovere l'analisi sulla prospettiva dell'autonomia contrattuale è limitativo ed in controtendenza anche rispetto alle analisi effettuate dalla più recente dottrina¹³⁹ e giurisprudenza¹⁴⁰ in materia di derivati OTC.

Bisogna prendere le mosse dalla prospettiva del conflitto di interessi, in quanto, come fa notare il Tribunale di Milano, «la contrattazione in derivati *over the counter*, a differenza di quella in derivati uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che

Swap Dealers Association, che ha poi modificato la denominazione in *International Swap and Derivatives Association*), steso nel 1988 e revisionato prima nel 1992 e poi nel 2002 (per una ricostruzione storica del modello v. R. BOMBARDI, *Strumenti finanziari derivati*, cit., 34); l'IFEMA – *International Foreign Exchange Market Agreement* (elaborato tra il 1989 e il 1992 dal *New York Foreign Exchange Committee*, dalla *British Bankers' Association* e dalla *Nippon Ginkō*); l'ICOM – *International Currency Options Master*, steso nel 1992 con la fusione tra il LICOM – *London Interbank Currency Option Master* (elaborato dalla *British Bankers' Association* nel 1985) e i *Recommended terms and conditions for dealing in United States* elaborati dal *Foreign Exchange Committee* nel 1986. Nel 2001 è stato anche elaborato un modello di matrice europea, l'EMA – *European Master Agreement*, che si è comunque rivelato un fallimento, per via dell'inesistente impiego fattone nella prassi.

¹³⁹Cfr. D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 779 ss.; Id., *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 2009, 984; Id., *Contratti derivati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, p. 604 e ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 360.

¹⁴⁰Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Il Caso.it*.

discende dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e di consulente»¹⁴¹.

Un ulteriore profilo di cesura tra contratti derivati standard e OTC riguarda la loro negoziazione una volta che siano conclusi. La negoziabilità all'interno di un mercato regolamentato garantisce al contratto derivato di poter facilmente circolare, ponendo solo i problemi della protezione dell'investitore per conto del quale l'investitore acquista i contratti derivati. Viceversa, i contratti derivati OTC, non essendo negoziati entro mercati regolamentati¹⁴² e mancando le condizioni di liquidità, non sono oggetto di alcuna negoziazione successiva alla negoziazione.

5. Gli elementi essenziali del contratto derivato.

In considerazione delle molteplici varietà di strumenti finanziari derivati sviluppatasi nella prassi, svolgere una trattazione unitaria circa gli elementi essenziali del contratto derivato appare un'operazione estremamente complessa.

Tuttavia, la dottrina ha individuato alcuni profili ricorrenti che pur non essendo pienamente esaustivi rispetto al fenomeno trattato, consentono, comunque, di delineare alcune caratteristiche comuni di tali

¹⁴¹Sempre Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.

¹⁴²Per tale motivo veniva esclusa la natura di valore mobiliare sotto il vigore della legge 1/1991 da F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 48. Tale opinione è stata superata dalla giurisprudenza del Consiglio di Stato: v. Cons. Stato, sez. III, 10 maggio 1994, n. 525/94, in *Cons. Stato*, 1995, I, 1328.

contratti finanziari.

Partendo dall'accordo e dalla sua formazione, va subito chiarito che i contratti derivati, al pari di qualsiasi altro contratto consensuale sinallagmatico, si perfezionano con lo scambio del semplice consenso. Tuttavia, affinché il consenso sia validamente espresso e, dunque, l'accordo sia pienamente efficace, è necessario che lo stesso sia informato¹⁴³.

Le informazioni sui rischi, a cui le parti reciprocamente vanno incontro, oltre ad avere rilevanza sul piano della responsabilità precontrattuale, incidono in maniera diretta sulla piena validità dello stesso consenso. In concreto, laddove la struttura contrattuale del derivato, in particolare per quanto riguarda la determinazione del sottostante ed i rischi finanziari potenzialmente a carico di una parte, fosse tale da non rispecchiare le oggettive necessità delle parti, ciò renderebbe il contratto probabilmente annullabile ex art. 1429 c.c. per errore essenziale circa la natura e l'oggetto del contratto stesso¹⁴⁴.

¹⁴³In tal senso anche F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, p. 26, secondo il quale: “proprio in considerazione del fatto che gli strumenti derivati finanziari hanno una struttura contrattuale del tutto peculiare e un'alta rischiosità in termini economici finanziari, è necessario che ci sia un valido e pieno consenso, attraverso anche la conoscenza sostanziale del contratto che si sta per porre in essere”

¹⁴⁴In tal senso sempre F. VITELLI, op. ult cit., il quale rispetto all'oggetto ritiene che vada inteso non solo come prestazione da eseguire, ma anche come riferimento al sottostante da cui il derivato prende valore; Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in Dir. fall., 2008, I, p. 9 e ss. ha statuito che la mancanza dell'informativa non incide circa la totale assenza del consenso tale da permettere l'annullabilità del contratto; inoltre, Trib. Rimini, 25 marzo 2005, in *I Contratti*, 2006, p.275 e ss. ha affermato che pur non ritenendo che la mancata informativa costituisca un vizio della volontà, ha sostenuto che è sempre possibile dimostrare il dolo, provando che una parte, nascondendo i rischi con artifici e raggiri, abbia indotto l'altra parte a perfezionare il

Il contratto di derivato finanziario, come detto, normalmente, si ha per concluso quando l'accordo delle parti sia espresso oralmente, trattandosi di contratti consensuali sinallagmatici. Tale principio è ribadito anche dall'ISDA *Master Agreement* della *International Swap and Derivate Association* e dallo *European Master Agreement for Financial Transactions* della Federazione Bancaria Europea¹⁴⁵. Tuttavia, in certi casi l'accordo deve rivestire la forma scritta.

La forma con cui si deve esplicitare la volontà negoziale è indicata dall'art. 23, comma 1, T.U.F. che prescrive *ad substantiam* la forma scritta e la consegna di una copia del contratto al cliente. In caso di mancanza della forma scritta, la relativa nullità può essere fatta valere solamente dal cliente¹⁴⁶.

In caso di conflitto tra la norma contrattuale, per la quale l'accordo orale è sufficiente per far sorgere i rispettivi obblighi e la norma disciplinata dall'art. 23, comma 1, T.U.F., se il perfezionamento di un derivato costituisce l'esecuzione di un investimento, allora in questo caso la seconda norma prevale in quanto norma imperativa posta a tutela dell'investitore-contraente debole e, pertanto, la forma scritta diventa obbligatoria. Va comunque sottolineato che la norma perde, comunque, la

contratto.

¹⁴⁵Quest'ultimo, alla sezione 2, art.1, stabilisce, in particolare, che un'operazione può essere stipulata verbalmente o attraverso qualunque altro mezzo di comunicazione.

¹⁴⁶Ai sensi del comma 3 del medesimo art. 23 t.u.f. Al riguardo, secondo VITELLI, *op. cit.*, p. 27: “in tal modo, il legislatore ha previsto un'espressa ipotesi di nullità di protezione(o relativa) a tutela della parte più debole del rapporto sinallagmatico”.

sua portata di norma imperativa a seconda che il soggetto investitore sia un soggetto privato o abbia, invece, natura professionale. Infatti, il nuovo regolamento in materia di intermediari finanziari adottato dalla Consob con delibera 29 ottobre 2007, n. 16190 e s.m.i. ha sostituito il precedente dato normativo e prevede di disattendere l'obbligo di forma scritta nel momento in cui la controparte dell'investimento sia un cosiddetta "controparte qualificata"¹⁴⁷.

Infine, è discusso in dottrina se la forma scritta sia limitata al solo *master agreement* che, in quanto tale, prevede le forme di perfezionamento delle successive operazioni finanziarie e dei conseguenti contratti, oppure debba estendersi anche a tutte le operazioni disciplinate e ivi comprese¹⁴⁸. Laddove si aderisse alla teoria che il perfezionamento del singolo derivato sia un servizio di investimento, coerentemente con quanto previsto dalla norma, sarebbe necessario estendere l'obbligo della forma scritta a tutte le singole operazioni, risultino o meno riconducibili ad un unico *master agreement*¹⁴⁹.

In relazione all'oggetto del contratto, tutti i derivati ne hanno uno, in quanto il valore del derivato stesso mutua la propria valutazione

¹⁴⁷In relazione all'ambito di applicazione di tale definizione: da ultimo Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in *Foro it.*, p. 2010, I, p. 122 e ss.; nonché in giurisprudenza di merito: App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Rep. Foro it.*, 2008, voce *Intermediazione finanziaria*, n. 20; App. Trento, 5 marzo 2009, in *Riv. dir. bancario*, 2009, p. 45 e ss.

¹⁴⁸Tali ultime operazioni non sono altro che i singoli derivati indipendentemente dal fatto che il contratto quadro consideri le singole manifestazioni di volontà come un tutt'uno, facendo così perdere loro individualità rispetto alle singole operazioni

¹⁴⁹F. CAPUTO NASSETTI, *Profili Civilistici dei contratti derivati finanziari*, Milano, 1997, p. 62 e ss.

economica da altri elementi ad esso collegati; come già accennato, il contratto derivato ha ad oggetto il differenziale prodotto dalla comparazione fra il prezzo determinato al momento della stipula del contratto e di quello che si avrà alla scadenza del medesimo¹⁵⁰.

In altri termini, l'oggetto del contratto derivato è il differenziale tra il prezzo del contratto e il prezzo unitario del sottostante; pertanto, se il sottostante è una *res* o è fisicamente consegnabile, l'oggetto del contratto sarà costituito da tale sottostante, oltre ad una controprestazione in denaro.

Al contrario, se la consegna del sottostante non è possibile, e quindi l'esecuzione deve avvenire per contanti (indipendentemente dai calcoli dei differenziali con eventuali compensazioni), l'oggetto del contratto sarà una parte della somma di denaro che si sostituisce nell'esecuzione per contanti alla consegna fisica calcolata in relazione al derivato. Per delimitare l'oggetto del contratto derivato ed individuare, di conseguenza le sue funzioni, la dottrina ha accostato lo studio dei contratti derivati a quello del contratto a termine o ad esecuzione differita. In entrambe le tipologie contrattuali, infatti, l'essenza economica, regolata dall'accordo, mira a creare il citato “differenziale” dato dal raffronto fra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione e il valore che quella stessa entità avrà al momento

¹⁵⁰ Per tale motivo, lo stesso derivato può essere definito bene di secondo grado.

dell'esecuzione.

Tuttavia, mentre nel contratto a termine il differenziale costituisce un effetto dell'accordo, nel derivato costituisce, come detto, l'oggetto del contratto¹⁵¹.

Pertanto, ciò che le parti di un contratto derivato negoziano non è un determinato “bene fisico”, bensì la differenza di valore di quel bene. Il derivato, quindi, si può definire come un contratto a termine nel quale l'effetto differenziale diviene l'oggetto della volontà dei contraenti, rientrando, quindi, nel *genus* degli accordi ad esecuzione differita¹⁵².

In definitiva, quindi, per quanto attiene all'oggetto del contratto derivato può essere riassunto come l'alea rappresentata dalla variazione dei dati economici prescelti, con la conseguenza che si può definire il derivato come quel contratto con il quale si dà un prezzo al rischio. Per quanto attiene alla causa dei derivati, va detto che le discussioni dottrinarie in merito alla natura giuridica della fattispecie traggono

¹⁵¹Detto altrimenti, mentre l'oggetto di un contratto a termine è, comunque, la compravendita di un bene, l'oggetto di un contratto derivato è, invece, il differenziale prodotto dalla comparazione fra i due prezzi, quello determinato alla stipula e quello finale alla scadenza.

¹⁵²Tale definizione è avallata anche dalla giurisprudenza di merito, la quale nel qualificare una fattispecie indiretta di *swap* rileva che il pagamento delle differenze costituisce l'oggetto immediato e unico del contratto stipulato *inter partes*, sia all'atto della stipulazione, sia alla scadenza Trib. Milano, 27 marzo 2000, in I Contratti, 2000, p. 777 ss.. Inoltre, App. Lecce, 28 gennaio 2009, in *Foro it.*, I, 2009, p. 2209 ss, sottolinea come il contratto relativo alla prestazione di un servizio di investimento finanziario, consistente nella vendita da parte di un privato di opzioni *put*, collegate all'andamento dei corsi su titoli azionari, è nullo per indeterminatezza dell'oggetto qualora manchi ogni indicazione circa il numero dei titoli opzionabili e il termine entro il quale questo deve essere indicato, indispensabile per quantificare la somma che il cliente è obbligato a versare all'intermediario ove quest'ultimo decida di esercitare l'opzione.

origine proprio dall'esigenza di individuare e riconoscere una valida causa del negozio¹⁵³. Del resto, se si supera questo ostacolo, e cioè si riconosce nel contratto derivato una causa meritevole di piena tutela giuridica, allora la problematica si semplifica nei seguenti termini: se è lecita la causa, è lecito anche il contratto derivato e di conseguenza lo è anche lo strumento derivato che consegue al negozio stesso. Senza voler approfondire la struttura contrattuale delle singole tipologie di derivati finanziari¹⁵⁴, appare rilevante sottolineare alcuni aspetti relativi alla causa in generale del contratto derivato, il primo dei quali è sicuramente il connotato di pura astrattezza causale¹⁵⁵.

Infatti, pur insistendo su una grandezza economica e pur derivando da essa il suo valore, il contratto derivato presenta una propria ed assoluta autonomia: pertanto, le vicende giuridiche che coinvolgono il sottostante

¹⁵³Cfr. F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, p. 26 secondo il quale: « se non si vuole richiamare quale definizione della causa quella dei singoli contratti tipici, ai quali gli stessi contratti derivati possono essere ricondotti, diventa un'operazione ermeneutica di difficile soluzione quella di individuare una causa autonoma ».

¹⁵⁴Cfr. F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, p. 34 “ Se si escludono, quindi, i *futures* e gli accordi di scambio a termine, entrambi riconducibili a delle compravendite a termine, rimane in bilico solo la causa degli *swap* e degli *option*. Pertanto, senza voler eccessivamente analizzare tali contratti, si può sottolineare in questa sede che lo *swap* è un contratto, la cui causa oggettiva sta nello scambio di due rischi connessi, riferiti e parametrati ai sottostanti di riferimento. Per i contratti di tipo *option*, analogamente, la causa è l'assunzione, da parte di ciascuno dei contraenti, del rischio di variazione del valore del sottostante anche se, sotto il profilo soggettivo, il seller (venditore) dell'opzione ritiene improbabile che tale rischio si verifichi nella misura stimata dal buyer (compratore). In altri termini, il seller cercherà di valutare, in base a dei criteri di statistica economico-finanziaria se l'evento (*rectius* il rischio) alla base dell'opzione si verificherà o meno nella misura stabilita dal buyer; pertanto, al momento del verificarsi del rischio si determinerà una soglia di valore superiore o inferiore a quella pattuita, rispetto alla quale le parti del contratto si scambieranno i rispettivi rischi in base al valore del sottostante preso a riferimento”.

¹⁵⁵Cfr. F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, p. 35

non reagiscono sulla disciplina dello strumento derivato. In altri termini, quand'anche, in ipotesi, la grandezza economica su cui insiste il derivato fosse data da un titolo, a sua volta contrattuale, affetto da un vizio invalidante, tale circostanza non produrrebbe effetto alcuno sul derivato. Ciò detto, va però anche precisato che l'astrattezza del derivato non può essere paragonata a quella nascente dalla cartolarizzazione di un titolo di credito o dalla stipulazione di un contratto autonomo di garanzia. Infatti, in questi ultimi casi il requisito dell'astrattezza preclude solo temporaneamente l'opponibilità di eccezioni afferenti al rapporto fondamentale, ma non ne vieta la successiva contestabilità nell'ambito di un procedimento che assuma a doglianza l'invalidità o comunque l'irregolarità del rapporto sottostante.¹⁵⁶

Nel derivato, quindi, l'astrattezza è assoluta e pura, nel senso che prescinde da qualsiasi condizione giuridica del sottostante; pertanto, il contratto derivato è un'entità giuridica a se stante, che trova nella grandezza economica di riferimento, una base genetica (necessaria ed insostituibile), dalla quale tuttavia il contratto si affranca immediatamente, assumendo un profilo proprio ed autonomo. Tuttavia, in considerazione di tale astrattezza e non vincolatività rispetto

¹⁵⁶Relativamente all'astrattezza nascente dalla stipulazione di un contratto autonomo di garanzia o dalla cartolarizzazione di un titolo di credito si veda F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, p. 35 secondo il quale: “in questi ultimi casi il requisito dell'astrattezza preclude solo temporaneamente l'opponibilità di eccezioni afferenti al rapporto fondamentale, ma non ne vieta la successiva contestabilità nell'ambito di un procedimento che assuma a doglianza l'invalidità o comunque l'irregolarità del rapporto sottostante”.

alle operazioni economiche sottostanti, si è discusso relativamente alla riconducibilità della causa del contratto derivato ad una operazione simile a quella di gioco o di pura scommessa.

Al riguardo, la dottrina più attenta ha intrapreso la propria analisi dalla valutazione e dall'osservazione che nella finanza commerciale e, più in generale, nel commercio la causa ludica non può trovare spazio ed è, quindi, estranea a qualsiasi operazione commerciale¹⁵⁷. Tutta la questione sembra ruotare intorno al concetto di mercato e di produttività, il quale si pone di per sé in antitesi rispetto ai principi ludici su cui si basa il concetto di gioco e scommessa¹⁵⁸.

Al contrario, la speculazione finanziaria muove da premesse e persegue intenti del tutto differenti¹⁵⁹. Prima di tutto, infatti, il rischio su cui essa incide preesiste alla pattuizione dei contraenti: l'oscillazione di una valuta, di un tasso di interesse, di un'azione o di un indice azionario sono fatti o eventi propri dell'economia reale e dei principi che la governano. L'atto speculativo, in questi termini, insiste su delle entità economiche reali e non mira, quindi, alla creazione artificiale di un

¹⁵⁷Infatti, con la scommessa o il gioco d'azzardo si ha la manifestazione di un'attività fittizia ed improduttiva, invece con un atto di speculazione finanziaria o economica in generale, si ha la manifestazione di un'attività reale ed economicamente apprezzabile e valutabile in termini di ricchezza reale

¹⁵⁸Quando due parti si espongono ad un rischio patrimoniale connesso ad un evento esterno basato solamente sulle regole della pura casualità, completamente avulso dalla circostante realtà del mercato, del commercio che vi si svolge e dalla finanza che lo assiste, siamo di fronte alla manifestazione di un'attività fittizia ed improduttiva propria del gioco o della scommessa.

¹⁵⁹E. GIRINO, op. cit., p. 180 ss.; inoltre, App. Milano, 26 gennaio 1999, in *I contratti*, 2000, p. 257 e Trib. Brindisi, 29 gennaio 2013, in www.ilcaso.it riconoscono causa speculativa ai contratti derivati

rischio altrimenti inesistente, frutto della mera sorte e di per sé inidoneo a muovere ricchezza e che diventa tale solo perché le parti decidono di assoggettarsi alla mera fatalità¹⁶⁰.

Lo scopo dell'atto speculativo è dunque quello di intervenire su una realtà economica cui lo speculatore sarebbe comunque soggetto, indipendentemente dalla stipula o meno di un contratto derivato. In conclusione, quindi, la causa valida per tutti i contratti derivati si basa sul concetto di speculazione inteso quale atto a contenuto economico che insiste su grandezze parimenti economiche, che utilizza l'alea quale mezzo per esprimersi negozialmente e che si avvale dell'astrattezza quale semplice criterio per sintetizzare i preesistenti valori economici¹⁶¹.

6. Il termine di adempimento e l'inopponibilità dell'eccezione di gioco e scommessa.

Gli strumenti finanziari derivati sono per definizione strumenti a termine, ovvero almeno una delle prestazioni (certa e determinata o solo determinabile) deve essere eseguita in un termine o in una data prefissata.

Va subito specificato che trattasi di termine di adempimento, e non di termine di efficacia come erroneamente ritenuto da una parte della

¹⁶⁰G.VALENZANO, *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, Roma, 1929, p.22 e ss. Nell'atto di speculazione l'alea è mezzo e non fine di se stessa e per mezzo suo si conducono a termine anche i più rischiosi negozi; tuttavia, l'atto di speculazione diventa una semplice scommessa quando l'alea anziché essere mezzo per chi vuole conseguire un determinato effetto, è invece fine a se stessa.

¹⁶¹Cfr. F. VITELLI, *op. ult. cit.*, p. 37

dottrina¹⁶².

L'esistenza di un termine implica il verificarsi di rilevanti conseguenze: in primo luogo, incide direttamente sulla causa del contratto; in secondo luogo incide sulla possibilità di porre fine allo stesso, data la sua natura.

In relazione alla prima problematica, ampia parte della dottrina sostiene che l'apposizione di un termine di adempimento ad una prestazione determinata o determinabile sarebbe determinante nel rendere la prestazione dedotta in contratto come aleatoria: la misura della stessa prestazione, infatti, sarebbe rimessa al mero verificarsi di eventi esterni, legati all'andamento del mercato che, per definizione, non possono essere sotto il dominio delle parti¹⁶³.

In considerazione di ciò, si è posto l'interrogativo circa l'applicabilità dell'eccezione di gioco ai contratti derivati¹⁶⁴.

Come osservato da attenta dottrina, si può affermare che il considerare "aleatorio " il contratto derivato è stato utilizzato come espediente per sostenere che, di fatto, tale strumento finanziario fosse, in realtà, una scommessa: in particolare, una scommessa sui flussi monetari attesi come conseguenza dell'andamento del sottostante, della cui evoluzione le

¹⁶²Cfr. F. VITELLI, *op. ult. cit.*, p secondo il quale “ciò che normalmente è un elemento accidentale del contratto diviene qui un elemento naturale dello stesso”.

¹⁶³F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 62 e ss.

¹⁶⁴L'art. 1933 cod. civ. stabilisce che non compete azione per il pagamento di un debito di gioco o di scommessa, anche se si tratta di gioco o di scommessa non proibiti. Il perdente, tuttavia, non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un gioco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode.

parti non potevano avere il controllo¹⁶⁵.

Il tentativo di dimostrare la simultanea presenza del carattere spiccatamente aleatorio e dell'intento speculativo aveva la funzione di opporre l'eccezione di gioco e scommessa alla richiesta di adempimento delle obbligazioni e, di conseguenza, far dichiarare le stesse obbligazioni come naturali, giuridicamente non vincolanti, né coercibili.

Al fine di superare tale critica e, dunque, con l'intento di proteggere entrambe le parti contraenti di un contratto derivato, il legislatore era già intervenuto con il D. Lgs. n. 415/1996, ed ora con l'art. 23, comma 5, T.U.F.) in cui ha stabilito espressamente che l'eccezione di gioco o scommessa (ex art. 1933 cod. civ.) non è invocabile per i derivati perfezionati nell'ambito di un servizio di investimento, in quanto stipulati nell'ambito di un'attività meritevole di tutela e regolamentata a salvaguardia dei risparmiatori¹⁶⁶

Ulteriore conseguenza nel considerare aleatorio il contratto è quella di

¹⁶⁵A ciò si deve aggiungere che le parti spesso stipulano tali contratti finanziari al solo fine di esercitare un'attività di pura speculazione e non come copertura per concreti rischi economici. In questi casi è difficile negare che l'alea del sottostante non venga ricercata alla stessa stregua di quanto può avvenire con una semplice scommessa.

¹⁶⁶F. VITELLI, *op. ult. Cit.*, p. 30: "Tale disposizione ribadisce, dunque, la natura atipica e nominata del contratto derivato ad ogni effetto qualificato come strumento finanziario, dunque per definizione estraneo a qualunque riqualificazione, men che meno a quella della scommessa. Tuttavia, il legislatore ha posto un limite che si trova nello stesso preambolo della norma "*Nell'ambito della prestazione dei servizi ed attività di investimento...*"; ciò potrebbe significare che il derivato è considerato strumento finanziario solo se costituisce l'oggetto di un servizio di investimento. In realtà il legislatore ha solamente specificato che il derivato concluso nell'ambito di un servizio o di un'attività di investimento è sicuramente uno strumento finanziario, senza che tale delimitazione possa tradursi nell'affermazione della natura giuridica di scommessa dei contratti derivati conclusi al di fuori della fattispecie della prestazione di un servizio di investimento".

non permettere alla parte più debole che ha stipulato il derivato di poter applicare la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta ex artt. 1467, comma 2 e 1469 cod. civ.¹⁶⁷.

Infatti, anche là dove il rischio economico divenisse ingente e al di fuori dell'alea normale del contratto a seguito di una variazione del sottostante, essendo il contratto aleatorio per sua natura, lo stesso non sarebbe risolvibile come disciplinato nell'art.1469 cod. civ.

Tale problematica è stata studiata in termini non dissimili da quelli in tema di alea dei contratti di borsa, in cui si pose l'attenzione sull'interpretazione dell'art.1467, comma 2, cod. civ. nel valutare se l'evento perturbatore delle contrattazioni di borsa abbia o meno le caratteristiche della straordinarietà ed imprevedibilità, cioè se rientri o meno nel rischio assunto dalle parti.

In realtà, la norma dell'art. 1467 cod. civ. disciplina, come è noto, la possibilità per la parte soccombente di chiedere ed ottenere la risoluzione di un contratto nell'ipotesi in cui la prestazione a cui detta parte è tenuta sia divenuta eccessivamente onerosa come conseguenza di avvenimenti straordinari ed imprevedibili¹⁶⁸. Si esclude, tuttavia, che tale effetto abbia

¹⁶⁷P. BUFFA, *Di alcuni principi interpretativi in materia di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Riv. dir. Comm.*, 1948, II, p. 910 ss.; G. AULETTA, *Risoluzione e rescissione del contratto*, in *Riv. Trim. Dir. Proc.ci.*, 1949, p. 167 ss. A. BOSELLI, *Le risoluzioni del contratto per eccessiva onerosità*, 1952, p. 94 ss.

¹⁶⁸E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I, p. 570 e ss. L'Autore sottolinea che se si ammette che un contratto è aleatorio quando si è in presenza di un'incertezza sul *an* e sul *quantum* dei suoi effetti giuridici, questa aleatorietà si colloca su un piano diverso dall'alea di cui all'art. 1467 c. civ. L'alea normale si contrappone alla sopravvenuta onerosità dovuta a fatti imprevedibili, vale a dire ad un'incertezza o rischio puramente

luogo quando la sopravvenuta onerosità rientri nell'alea normale del contratto, e cioè laddove il contratto sia da considerarsi aleatorio per sua natura o per volontà delle parti.

Pertanto, nell'ipotesi in cui si considerasse il contratto derivato come aleatorio, il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità non potrebbe mai trovare applicazione.

Tuttavia, laddove si qualificasse il derivato come un contratto ad alea normale, con cui le parti abbiano considerato un rischio ragionevole, stimabile da qualunque buon operatore del mercato al momento della stipula del contratto, l'evento straordinario ed imprevisto che, incidendo sul contratto, ne alterasse sensibilmente l'equilibrio economico, potrebbe comunque essere motivo di risoluzione ex art. 1467 cod. civ., non rientrando tale squilibrio, appunto, nell'alea normale del contratto.

Muovendo da queste premesse, la dottrina ha assunto differenti posizioni in merito all'aleatorietà o meno del derivato, arrivando alla conclusione che il derivato si sottrae al rimedio di cui all'art. 1467 cod. civ. non già perché sia aleatorio o perché la sua alea normale sia illimitata, ma perché la fluttuazione dei parametri di riferimento costituisce propriamente e tipicamente lo strumento per apprezzare il valore delle prestazioni dedotte in questo particolare contratto¹⁶⁹.

In altre parole, l'evento esterno che influisce sui valori dei parametri

economico.

¹⁶⁹F. VITELLI, *op. ult. Cit.*, p. 31

non è né straordinario, né imprevedibile, bensì può dirsi ordinariamente previsto, ed anzi, specificamente voluto ed assunto dalle parti a complemento della negoziazione, come tra l'altro, deve risultare dalla documentazione contrattuale del singolo derivato. Più semplicemente, le parti stipulano un contratto derivato la cui valorizzazione dipende, in larga misura, proprio dalla dimensione di quel rischio¹⁷⁰.

In conclusione, al contratto derivato non si potrà applicare il rimedio risolutorio di cui all'art. 1467 cod. civ., perché non sarà mai possibile qualificare l'evento esterno (*id est* le fluttuazioni delle grandezze economiche di riferimento, *rectius* dei sottostanti) come un evento straordinario ed imprevedibile. Infatti, come abbiamo già affermato, nel contratto derivato la componente contrattuale e quella finanziaria, che ne è una naturale derivazione, si fondono inscindibilmente con delle conseguenze anche in ambito di applicazione di alcune regole contrattuali di teoria generale¹⁷¹.

Pur aderendo a tali conclusioni, appare opportuno domandarsi se il rischio del derivato debba considerarsi illimitato, ovvero se esistono circostanze che incidono sull'equilibrio dell'accordo in misura tale da

¹⁷⁰F. VITELLI, *op. ult. cit.*, p. 32: “Dando una definizione riassuntiva si può affermare che, mentre le parti in qualsiasi altro contratto commutativo, subiscono l'evento esterno che può alterare il valore delle prestazioni, al contrario, le parti di un contratto derivato accolgono l'evento esterno quale necessario complemento dell'oggetto della loro stipulazione”.

¹⁷¹F. VITELLI, *op. loc. ultt. cit.*: “In specifico, quindi, sotto il profilo dell'applicabilità o meno dell'art. 1467 cod. civ. il contratto derivato è visto più come strumento finanziario e così come nessuno può affermare di applicare la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta nel caso di rialzo del prezzo di un'obbligazione strutturata, ugualmente si potrà dire nel caso di rialzo del prezzo di un derivato”.

giustificarne comunque la risoluzione.

Il problema si pone, quindi, rispetto a degli accadimenti completamente estranei all'economia del contratto ed oggettivamente caratterizzati da un'imprevedibilità, che valga a collocarli al di fuori del rischio tipico del negozio. In quest'ultimo caso, il derivato non deve essere considerato quale strumento finanziario fondato su una componente negoziale che incorpora il rischio esterno, facendone un complemento dell'oggetto dello stesso contratto. In questa prospettiva, invece, la componente puramente contrattuale prevarrà su quella finanziaria e, quindi, potrebbero essere applicate tutte le regole della contrattualistica, compresa quella dell'art. 1467 cod. civ.

Anche la giurisprudenza ha sottolineato, in materia di contratti di borsa, ma probabilmente il principio si può applicare anche per la fattispecie che qui interessa, che se le regole indicate e applicate dagli organismi di controllo cambiano e, così modificate, incidono sulla patrimonialità del contratto rendendolo maggiormente oneroso, le parti devono comunque onorare il contratto, indipendentemente dalla definizione di aleatorietà o meno del medesimo contratto.

Pertanto, anche la mancata inclusione di clausole di natura aleatoria non produrrebbe conseguenze differenti, in considerazione del fatto che l'alea naturale di un contratto finanziario è probabilmente più ampia di qualsiasi altro contratto patrimoniale ed include, pertanto, al suo interno

anche il rischio di una maggior onerosità derivante da provvedimenti esterni, come ad esempio quelli degli organi di controllo. Sarebbe, quindi, opportuno inserire delle clausole pattizie espresse che prevedano la possibilità di recesso da parte del contraente-investitore, in caso di aumenti ingiustificati dovuti alla modifica o revoca da parte delle autorità competenti delle "regole del gioco".

Il contratto rimane, dunque, immutabile per quanto attiene al normale squilibrio derivante dall'andamento del mercato, in quanto rientrante nella configurazione del suo oggetto tipico, mentre lo squilibrio proveniente da un provvedimento autoritativo diviene motivo di recesso, ma solo per effetto di una specifica ed autonoma pattuizione; in difetto di uno specifico accordo preventivo, la modifica normativa susseguente non avrà alcuna rilevanza sulle sorti dell'accordo che andrà quindi sempre e comunque eseguito.

7. Le tipologie di investitori e l'incidenza della natura giuridica del derivato.

La tematica della stipulazione dei contratti derivati da parte di soggetti privati, siano essi persone giuridiche o semplici investitori, ovvero da parte di enti pubblici quali, ad esempio, enti territoriali, è strettamente legata alla stessa qualificazione del derivato quale strumento finanziario a natura contrattuale.

Tale tematica merita, comunque, di essere ripresa nei tratti essenziali, al fine di poter meglio inquadrare le varie tipologie di investitori presenti nel mercato finanziario.

Si tratta, in altri termini, della questione relativa alla qualificazione della natura giuridica del derivato alla stregua di altri valori mobiliari, che ha impegnato la dottrina di riferimento per un lungo periodo di tempo fin dall'entrata in vigore del T.U.F.; infatti oggi il derivato può essere classificato come strumento finanziario derivato ex art. 1, comma 3, T.U.F. o ancora come valore mobiliare, limitatamente alla categoria indicata all'art. 1, comma 1-bis, lett. d), T.U.F. come richiamato dal comma 3.

La questione, come sottolineato da attenta dottrina, poteva essere già risolta dall'art 1 comma 2, legge 2 gennaio 1991, n. 1, (legge Sim), il quale qualifica lo strumento de quo quale contratto a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute, ovvero su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute.

Tale soluzione è stata, quindi, confermata dalla stessa lettera dell'art. 1, comma 3, T.U.F. che espressamente annovera i contratti derivati tra gli schemi degli strumenti finanziari, norma tra l'altro confermata con l'entrata in vigore della direttiva MIFID.

Con la menzionata legge Sim, il legislatore disciplinò l'intera materia dei valori mobiliari, stabilendo una riserva di operatività in favore degli

intermediari autorizzati e soggetti ad un profondo meccanismo di controllo, con l'intenzione di dare una sicurezza minima al suddetto nuovo fenomeno, particolarmente delicato, della vita economico-finanziaria; senza, tuttavia, creare nuove categorie giuridiche o nuovi istituti giuridici di protezione della clientela.

Infatti, il cardine della disciplina della legge 2 gennaio 1991, n. 1, era quello di regolare l'attività di intermediazione professionale rivolta al pubblico, quale attività esercitata in via istituzionale e suscettibile, quindi, di incidere direttamente sul mercato degli intermediari finanziari¹⁷².

L'ulteriore nozione sistematica indicata dal legislatore era quella di valore mobiliare, già in realtà affermata all'art. 18-bis della legge 7 giugno 1974, n. 216, modificata dalla legge 23 marzo 1983, n. 77. Pertanto, il legislatore fin dal 1991 riservava ai soli intermediari autorizzati l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di intermediazione in valori mobiliari.

Ulteriore rinnovamento della materia si è avuto con l'introduzione nel nostro ordinamento della direttiva 2004/39/CE (MIFID)¹⁷³; infatti, il

¹⁷²F. VITELLI, *op. ult. Cit.*, p. 38: “Per raggiungere tale obiettivo il legislatore si avvalse, per la prima volta, della nozione di intermediazione, cioè di un concetto che propriamente esprime la logica di quella tipologia di operatività che si pone quale centro e raccordo fra i due lati del mercato: da una parte le banche o le grandi società finanziarie e dall'altra il singolo investitore, dettagliando e concretizzando la nozione medesima di intermediazione nelle diverse manifestazioni considerate tipiche nell'attività finanziaria, come, ad esempio, la negoziazione, la gestione, la raccolta degli ordini, la consulenza, etc.”

¹⁷³La direttiva MiFID è la n. 2004/39/CE in materia di Mercati di Strumenti Finanziari (qui di seguito, direttiva MiFID dall'acronimo inglese che sta per *Markets in Financial*

recepimento nel 2007 di questa direttiva, ad opera del D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, ha comportato la sostituzione pressoché totale della precedente disciplina riguardante i servizi di investimento, comportando un notevole cambiamento anche per la sistematica con cui ora sono inseriti nell'ordinamento nazionale i concetti di valore mobiliare, strumento finanziario e prodotto finanziario. Ciò su cui maggiormente la MIFID è intervenuta è il concetto di strumento finanziario, a cui è stata ridata nuova centralità nella costruzione della disciplina dei mercati finanziari e, in particolar modo, nel campo della prestazione dei servizi di investimento. Pertanto, la centralità del concetto di strumento finanziario appare orma incontestabile, dato anche il risultato che assume nell'ambito della disciplina del mercato e della gestione accentrata¹⁷⁴.

Instruments Directive) e rientra nel piano d'azione degli strumenti finanziari (di seguito FSAP dall'inglese *Financial Services Action Plan*) adottato dalla Commissione Europea nel maggio del 1999. Il FSAP è un insieme di 42 Direttive finalizzate alla creazione di un mercato europeo dei capitali integrato, in grado di rivaleggiare con quelli statunitensi per profondità, liquidità e flessibilità. La MiFID è in vigore dal 1° novembre 2007 e sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla direttiva 93/22/CEE riguardante i “Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari” (Invest Service Directive – ISD), entrata in vigore il 10 maggio 1993. L'ISD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs. n. 415/1996 poi confluito nel d.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.), nonché dalla regolamentazione attuativa CONSOB (Delibere n. 11522/1998 e s.m.i., n. 11768/1998 e s.m.i. e la n. 11971/1999 e s.m.i.). Le ragioni che hanno portato alla decisione di sostituire la direttiva ISD, così come indicato sia dalla Commissione Europea nelle motivazioni portate a supporto della proposta di adozione della MiFID, sia nei considerando iniziali del testo definitivo della MiFID stessa, sono legate all'evoluzione del mercato finanziario europeo, che ha visto aumentare il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e la complessità della gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta. Alla luce di tali sviluppi è stato, pertanto, ritenuto necessario adeguare il quadro giuridico comunitario per disciplinare tutte le attività destinate agli investitori, tra le quali un ruolo centrale hanno le transazioni commerciali in materia di contratti derivati.

¹⁷⁴Per tutti G. ALPA, *Aspetti e problemi delle tipologie contrattuali degli investimenti*, in *Economia e dir. terziario*, 90, p. 123 e ss.; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di*

Per quanto concerne più specificamente i contratti derivati, la problematica è stata, da subito, quella di individuare la loro genesi contrattuale. Infatti, mentre il derivato, inteso come strumento finanziario che discende da un precedente atto negoziale, poteva essere ricompreso nella più ampia categoria dell'art. 18-bis della legge n. 216/1974, al contrario, l'attività di stipulazione del medesimo contratto derivato pareva non potervi rientrare.

La soluzione fu, pertanto, quella di escludere i contratti derivati dal novero dei valori mobiliari, ma considerarli come tali ai soli fini dell'applicazione della "presente legge", come disciplinato dal comma 2 dell'art. 1 della legge Sim: di fatto, in tal modo, il legislatore equiparava, almeno nella sostanza delle forme di tutela, il contratto derivato al valore mobiliare.

L'art. 1 era, quindi, una chiave di lettura per individuare la nozione di valore mobiliare, con le conseguenti tutele per l'investitore e pur non permettendo di distinguere, per i contratti derivati, il momento genetico del prodotto finanziario dal momento intermediativo, permetteva, attraverso una finzione giuridica, di ricondurre il primo al secondo, assimilando la stipula del contratto al valore mobiliare. Pertanto, la riserva in materia di stipulazione di contratti derivati finanziari operava in presenza di due requisiti: la professionalità

credito, 2° ed. Torino, 1994, p. 105 e ss.; F. BOCCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina mobiliare*, in *Tratt. dir. comm e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, XX, Padova, 1994, p. 37 e ss.

dell'attività e il suo rivolgersi al pubblico. In concreto, quindi, due realtà aziendali o due privati possono stipulare tra loro un contratto derivato, ad esempio uno *swap*, senza alcun obbligo di giustificazione causale; mentre, al contrario, non è concepibile che il prodotto possa essere offerto al pubblico se non da intermediari finanziari autorizzati all'esercizio dell'attività di intermediazione.

È chiara, quindi, la *ratio* seguita dal legislatore nel voler impedire che operazioni tipicamente finanziarie e ad elevato rischio potessero essere offerte professionalmente al pubblico da soggetti non sottoposti al sistema di controllo del mercato mobiliare.

La successiva evoluzione normativa e l'esplicita inclusione dei derivati nel novero degli strumenti finanziari, sancita prima dal decreto Eurosim e, poi, nel successivo Testo Unico della Finanza ha confermato tale iniziale lettura.

8. Regolamento EMIR: obbligo di segnalazione degli strumenti finanziari derivati.

Il 12 Febbraio 2014 è entrato in vigore contemporaneamente in tutta l'Unione Europea l'obbligo di segnalare alle Autorità di Vigilanza i dettagli di tutte le operazioni effettuate in strumenti finanziari derivati.

L'articolo 9 del Regolamento EMIR (UE n. 648/2012 del 4 luglio 2012), prevede infatti che tutte le transazioni finanziarie eseguite su

prodotti derivati sia OTC (Over the Counter) che quotati su mercati regolamentati (Exchange Trade Derivatives), devono essere segnalate a Repertori di Dati centrali certificati dall'Autorità di Vigilanza Europea sui mercati Finanziari (ESMA).

Tale normativa mira a raggiungere un maggior livello di trasparenza e di conseguire una riduzione del rischio sistemico sul mercato dei derivati negoziati permettendo all'Autorità Europea ed a tutte le Autorità Nazionali l'accesso ai dati di tutte le operazioni effettuate sul territorio europeo.

A pochi mesi di distanza dall'implementazione dell'analogo obbligo di *reporting* negli Stati Uniti, cade così anche in Europa uno dei più grandi tabù della finanza internazionale e viene finalmente tolto il velo da un mercato che sino ad oggi non era in alcun modo visibile da parte dei *regulators*, il mercato dei derivati OTC il cui valore a livello globale è stato stimato in circa 700.000 miliardi di dollari.

L'impatto della nuova normativa sugli intermediari è significativo anche a causa delle molte incertezze interpretative del Regolamento EMIR di cui di seguito si forniscono alcune schematiche tracce con le quali, senza ambizioni di completezza, si cerca di dare una scorta delle principali implicazioni della normativa e delle problematiche ancora aperte. A seguito dell'autorizzazione da parte dell'ESMA dei primi Repertori di Dati è divenuto applicabile l'articolo 9 del Regolamento

EMIR¹⁷⁵. Da questo primo disposto si possono desumere importanti novità.

Innanzitutto si deve notare che l'obbligo di segnalazione ricade su entrambe le parti del contratto derivato. Sia l'intermediario che il cliente sono quindi soggetti all'obbligo ed alla sanzione per l'eventuale inadempimento.

Inoltre, in merito alle differenze con l'onere di segnalazione ai sensi della Direttiva MIFID, le segnalazioni delle operazioni ai sensi EMIR non dovranno riguardare solo l'esecuzione delle operazioni ma dovranno avere ad oggetto anche "qualsiasi modifica o cessazione del contratto". Gli eventi relativi alle transazioni segnalate, quali ad esempio il raggiungimento di una c.d. *barrier* o di uno *strike*, saranno anch'essi da segnalare.

Infine, le tempistiche per effettuare le segnalazioni sono molto strette e data la complessità di alcuni prodotti derivati strutturati, composti ad esempio da catene di opzioni su vari elementi sottostanti oppure meccanismi di *swap* basati su complesse formule matematiche, non sarà semplice per gli intermediari conformarsi a questo onere.

Le prescrizioni contenute nel Regolamento EMIR sono completate da un Regolamento delegato (n. 148/2013 del 19 dicembre 2012) emanato

¹⁷⁵ "Le controparti e le CCP assicurano che le informazioni relative ai contratti derivati che hanno concluso e a qualsiasi modifica o cessazione del contratto siano trasmesse ad un repertorio di dati sulle negoziazioni ... Le informazioni sono trasmesse al più tardi il giorno lavorativo che segue la conclusione, la modifica o la cessazione del contratto".

dalla Commissione che specifica le norme tecniche che precisano le informazioni minime da segnalare al Repertorio di Dati sulle negoziazioni.

Una delle problematiche principali legate alle segnalazioni è l'applicazione retroattiva dell'obbligo. Il secondo paragrafo del primo comma dell'articolo 9 prevede infatti che debbano essere segnalate non solo le operazioni concluse dal momento dell'entrata in vigore in avanti ma tutti i contratti derivati: a) stipulati prima del 16 agosto 2012 e ancora in essere a tale data; b) stipulati a decorrere dal 16 agosto 2012".

Per la segnalazione di queste operazioni è previsto un termine diverso da quello sopracitato ed infatti per effettuare la segnalazione delle operazioni di cui alle lettere a) e b) gli intermediari avranno a disposizione: 90 giorni per le operazioni ancora in essere; 3 anni per le operazioni estinte entro il 12 Febbraio 2014.

Una delle criticità della normativa riguarda la necessità per chi stipuli contratti derivati di dotarsi di un codice identificativo univoco riconosciuto a livello internazionale.

L'ESMA ha chiarito nel documento di "Question and Answers", da ultimo aggiornato l'11 Novembre 2013, che tale codice univoco deve essere un codice LEI (Legal Entity Identifier) così come rilasciato da un LOU (Local Operating Unit) autorizzato dall'organismo di sorveglianza ROC (Regulatory Oversight Committee).

Di recente¹⁷⁶, l'ente pubblico Union Camere è stata omologata come soggetto abilitato nell'ambito del sistema globale LEI (Legal Entity Identifier) per l'identificazione degli operatori di mercato. L'omologazione – la cui procedura è stata avviata il 21 gennaio u.s. dalla Banca d'Italia e dalla Consob in quanto autorità partecipanti al ROC – comporta il riconoscimento a livello internazionale di Union Camere quale pre-LOU (Local Operating Unit).

L'ambito di applicazione del Regolamento EMIR viene definito ai sensi dell'art. 2, comma 5, dello stesso con un riferimento a tutti gli strumenti all'allegato I, sezione C, punti da 4 a 10, della direttiva MIFID n. 2004/39/CE, disciplinato sul piano attuativo dagli articoli 38 e 39 del regolamento (CE) n. 1287/2006.

Come noto, tale direttiva è stata recepita in Italia attraverso diversi testi normativi. Sembra legittimo ritenere che, sulla base di quanto definito in negativo dalla disciplina nazionale all'art. 1 paragrafo 4 del Testo Unico Finanziario, i contratti di acquisto o di vendita di valuta a termine che prevedono lo scambio del sottostante non siano da considerare strumenti finanziari derivati. Tale disposizione nazionale sembrerebbe dunque far escludere tale tipologia di contratti dal perimetro di applicazione della disciplina EMIR. Si sottolinea che tale orientamento, che pare prevalente nell'immediato, riveste però carattere temporaneo e resta comunque soggetto ad un atteso pronunciamento

¹⁷⁶In data 7 febbraio 2014

dell'ESMA teso a definire in modo più puntuale gli obblighi in ambito EMIR relativi a tale tipologia di contratti ed il margine di discrezionalità consentito alle Autorità Nazionali in quest'area.

Come si è visto, il Regolamento EMIR è entrato in vigore (in momenti diversi e con diverse scadenze) senza la necessità di recepimento da parte delle autorità nazionali, ma la sua applicazione in Italia era limitata dal fatto che il Regolamento stesso aveva delegato alle Autorità Nazionali l'emanazione della disciplina sanzionatoria e che il legislatore domestico non aveva ancora provveduto in merito¹⁷⁷.

¹⁷⁷Il nuovo articolo 193-quater del tuf prevede sanzioni pecuniarie per ogni singolo inadempimento. Tali sanzioni si applicano anche potenzialmente ai singoli investitori che abbiano omesso di effettuare la segnalazione al Repertorio dei Dati o che non abbiano delegato l'intermediario finanziario ad effettuare la stessa.

CAPITOLO IV

GLI EFFETTI DEL FALLIMENTO SUI CONTRATTI DERIVATI

SOMMARIO: §1. La disciplina positiva: contenuti, funzione e questioni controverse - §2. *Close-out netting*: struttura e funzione della clausola - §3. Il d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170 - §4. Questioni risolte alla luce della declaratoria di validità ed efficacia - §5. La stabilità degli effetti e i problemi legati alla conversione - §6. L'assoggettamento alla azione revocatoria fallimentare - §7. L'invalidità delle operazioni da cui scaturiscono le posizioni reciproche - §8. Conclusioni.

1. La disciplina positiva: contenuti, funzione e questioni controverse.

Nel nostro ordinamento, gli effetti del fallimento sui contratti derivati e sui crediti da essi generati non sono oggetto di una disciplina specifica. La legge fallimentare non si occupa infatti espressamente e direttamente dei contratti derivati che siano stati stipulati dal fallito, né nelle norme relative ai contratti pendenti, né in quelle che stabiliscono gli effetti del fallimento per i creditori¹⁷⁸.

Se ne occupa, tuttavia, l'art. 203 TUF che, fatta eccezione per il caso di cui all'art. 90 TUB (continuazione dell'esercizio dell'impresa negli istituti di credito), dichiara applicabile l'art. 76, 1. fall. “*agli strumenti finanziari derivati, a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18,*

¹⁷⁸Cfr. S. ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2011 (n. 3), p. 353, ss.

comma 5, lett. a), alle operazioni a termine su valute nonché alle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto”.

La predetta norma, come è noto, stabilisce lo scioglimento dei contratti di borsa a termine se il termine scade dopo la dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti e prevede altresì che la differenza fra il prezzo contrattuale e il valore delle cose o dei titoli alla data di dichiarazione di fallimento sia versata al fallimento se il fallito risulta in credito, o sia ammessa al passivo del fallimento nel caso contrario¹⁷⁹.

Come detto, l'unica disposizione che, nel diritto italiano, si occupa della materia è contenuta nel TUF. La dottrina ritiene tuttavia che la

¹⁷⁹S. ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2011 (n. 3), p. 353, ss.: “Viceversa, negli Stati Uniti, il tema è stato ed è tuttora oggetto di specifico e diretto interesse, anzitutto del recente legislatore, che ha dedicato, in numerose e successive riforme, particolare attenzione alla materia, varando un nutrito corpo di disposizioni volte ad offrire una significativa (e crescente) protezione alla parte *in bonis* di una gamma sempre più vasta di contratti finanziari, e di contratti derivati nello specifico, al dichiarato fine di garantire stabilità ai mercati e pertanto di perseguire interessi di indiscusso rilievo generale. Il contenuto e le finalità di tale riforma sono state attentamente osservate anche degli studiosi di diritto e di finanza i quali ne hanno, in un primo tempo, condiviso l'impostazione, anche considerando la crescente massa di operazioni in derivati e le necessarie esigenze di liquidità del sistema, ma, recentemente, nell'ambito della riflessione sulle possibili cause della crisi finanziaria e dei grandi dissesti che ne sono conseguiti, hanno iniziato a riesaminare, anche in chiave critica, il fondamento e l'adeguatezza. La relativa disciplina è pertanto attualmente posta sotto stretta osservazione perché sospettata di dare adito a comportamenti inefficienti o di eccessivo azzardo, di accelerare o di incrementare i dissesti, disperdendo valore e creando instabilità negli stessi mercati. Ed in effetti, come si vedrà, le regole relative alle conseguenze del fallimento sui contratti di tipo finanziario si rivelano un versante assai delicato della disciplina della crisi dell'impresa soprattutto se applicate ai contratti derivati di credito. Questi ultimi, infatti, sono generalmente stipulati e negoziati nei mercati c.d. *over the counter*, cioè in mercati non regolamentati e pertanto privi delle discipline di prevenzione delle insolvenze di mercato normalmente previste dagli ordinamenti. A stipularli sono inoltre molto spesso imprese finanziarie non sempre soggette ai controlli previsti per gli intermediari autorizzati. Tutto ciò rende questo sistema di scambi assai poco controllabile e pertanto particolarmente idoneo ad innescare processi di crisi suscettibili di ulteriori e pericolose espansioni”.

norma sia di generale applicazione, e pertanto non limitata ai contratti di cui sia parte un intermediario finanziario o stipulati nell'ambito della prestazione di servizi finanziari, dal momento che l'art. 203 TUF dichiara applicabile l'art. 76 l. fall. agli strumenti finanziari derivati in sé considerati, senza ulteriori precisazioni e quindi anche ai contratti stipulati tra soggetti non intermediari (o non intermediari autorizzati).

Dal punto di vista oggettivo, si tratta di capire a quali contratti esattamente la norma si riferisca ed a tal fine occorre basarsi sulla definizione di strumento finanziario di cui all'art. 1, comma 2 del TUF.

Tale definizione elenca, come abbiamo visto, una nutrita serie di tipologie contrattuali, ulteriormente ampliata dalle modifiche introdotte dal d. lgs. 164/2007. Si può pertanto ritenere che la norma si applichi alla generalità dei tipi contrattuali di derivati attualmente conosciuti, compresi tutti i contratti derivati di credito.

Infatti, se prima della novella del 2007 poteva, ad esempio, porsi in dubbio la natura di strumento finanziario di alcuni tipi di *credit default swap* collegati a crediti non incorporati in strumenti finanziari o valori mobiliari, oggi, la lettera f) della citata norma pare includere nella definizione anche tali contratti, là dove menziona “*altri contratti derivati...connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure diversi da quelli indicati nelle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati*”.

Quanto agli accordi di *close-out netting*, che analizzeremo meglio nel paragrafo che segue, le norme citate non vi fanno alcun esplicito richiamo e lascerebbero pertanto impregiudicata la verifica della loro compatibilità con la disciplina fallimentare.

Il quadro si complica tuttavia se si considera che il d. lgs. 170/2004, in materia di contratti di garanzia finanziaria, contempla espressamente tale clausola e la dichiara valida, specificando che “ha effetto in conformità di quanto dalla stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti”.

La clausola di *close-out netting* cui è applicabile la richiamata disciplina è quella contenuta in un contratto di garanzia finanziaria o in un contratto che comprende un contratto di garanzia finanziaria (art. 1, lett. f). Dal momento che molti contratti derivati sono assistiti da garanzie finanziarie, la clausola in esame sarà per essi valida ed operante¹⁸⁰.

Vero è che l’art. 76 fall. rende già operante all’interno del rapporto un meccanismo di tipo compensativo “tra il prezzo contrattuale e il valore delle cose o dei titoli alla data della dichiarazione di fallimento”. Tale regola viene poi adattata agli strumenti finanziari dall’art. 203 TUF, 2° comma, ove si stabilisce che, per determinare il saldo del rapporto, “può

¹⁸⁰ Al riguardo, S. ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, op. cit., ritiene non chiaro se da tale ultimo richiamo “possa desumersi un generale riconoscimento della validità della clausola di *close-out netting* anche al di fuori dei contratti espressamente menzionati dal citato decreto ed anche in deroga a disposizioni della legge fallimentare che con essa potrebbero risultare in contrasto”.

farsi riferimento anche al costo di sostituzione degli strumenti finanziari stessi, calcolato secondo i valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa”, con ciò evocando una tecnica di determinazione del saldo tipica delle clausole di *close-out netting* (c.d. criterio del *mark to market*). Nulla è detto tuttavia a proposito del c.d. *cross product netting*, cioè della compensazione (vera e propria) di tutte le posizioni in essere tra le parti, prevista generalmente dai *master agreements*.

Inoltre la nostra legge fallimentare contiene già una disciplina generale che ammette la compensazione dei debiti del fallito con i crediti eventualmente vantati dalla parte *in bonis*, subordinandola tuttavia ad alcuni limiti e condizioni.

Segnatamente, il secondo comma dell’art. 56, 1. fall. stabilisce che *“per i crediti non scaduti la compensazione tuttavia non ha luogo se il creditore ha acquistato il credito per atto tra vivi dopo la dichiarazione di fallimento o nell’anno anteriore”* e la dottrina prevalente interpreta questa esclusione in modo assai ampio, senza limitarla al caso in cui il credito sia acquistato a seguito di un negozio di cessione in senso tecnico, estendendola invece a tutti i casi in cui il credito sorga per atto tra vivi, verosimilmente per fissare un limite assoluto al pregiudizio recato dalla compensazione alla *par condicio creditorum*.

Se tale norma, così interpretata, dovesse ritenersi di generale

applicazione e non derogata dalle disposizioni dell'art. 203 TUF (che peraltro non si occupano direttamente od esplicitamente di compensazione), si dovrebbe escludere l'operatività della compensazione per i contratti derivati stipulati nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, o addirittura, per i crediti nati da tali contratti in quel periodo.

In particolare verrebbe posta in dubbio l'ammissibilità della compensazione operata mediante il *netting by novation* che sia effettuato nell'anno anteriore al fallimento, dal momento che la novazione produrrebbe comunque la sostituzione di nuovi contratti ai precedenti contratti estinti.

Anche il *close-out netting* operato per inadempimenti o manifestazioni di insolvenza che si siano verificati nel periodo sospetto, o per la stessa dichiarazione di fallimento, dovrebbe confrontarsi con la *ratio* del 2° comma dell'art. 56, l. fall. (riferita comunemente all'intento di evitare manovre in frode agli altri creditori) nonché con le disposizioni in tema di revocatoria ordinaria e fallimentare.

2. Close-out netting: struttura e funzione della clausola.

Gli accordi di *close-out netting* (ovvero di compensazione per *close-out*), lungi dal rappresentare tipi negoziali autonomi, rientrano tra le clausole normalmente, ma non necessariamente, contenute nei *Master Agreements* che gli intermediari finanziari fanno sottoscrivere alla

clientela al fine di sottoporre la successiva operatività su strumenti finanziari a una disciplina unitaria¹⁸¹.

Gli accordi in esame permettono che, al verificarsi di certi eventi (contrattualmente predefiniti), le operazioni poste in essere dalle parti in base al *Master Agreement* e ancora pendenti possano formare oggetto di una vicenda di carattere compensativo: così permettendo di considerare esistente solo l'esposizione netta (ossia il saldo risultante dalla compensazione delle posizioni reciproche)¹⁸².

All'origine delle convenzioni di *close-out netting* vi è la considerazione che la compensazione possa operare come tecnica di riduzione del rischio di credito: ovvero come tecnica di contenimento delle conseguenze pregiudizievoli legate al mancato buon fine della

¹⁸¹Le clausole di *close-out netting* hanno attirato l'attenzione della letteratura italiana a partire dalla fine degli anni '90. In particolare, la materia è stata esplorata da PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 50 s.; Id., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, 85 s. Tra gli scritti pionieristici da ricordare, altresì, DE BIASI, *Il netting nei contratti derivati*, in *Riv. banca merc. fin.*, 1999, I, 232 s. e LEMBO, *Gli accordi di close-out netting*, in *Dir. fall.* 2001, 1322 s. I contributi più recenti sono per la maggior parte da inquadrare nell'ambito degli studi incentrati sulla disciplina dei contratti di garanzia finanziaria di cui al d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170 (in attuazione della direttiva 2002/47/CE) che ha, come noto, dedicato alcune specifiche disposizioni agli accordi in esame (cfr. artt. 1 lett. f e 7). Al riguardo si possono segnalare ANNUNZIATA, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 177 s.; 209 s.; LOIACONO-CALVI-BERTANI, *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, *ivi*, 2005, 6, Suppl., 65 s.; MARINO, *La disciplina delle garanzie finanziarie*, Napoli, 2006, 203 s.; ROZZI-BRUNO, *La collaterizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (over the counter) alla luce del d.lgs. 170/2004: cenni storici e problemi irrisolti*, in *Società*, 2007, 1235 s.; GARDELLA, *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano, 2007, 140 s., 202 s., 289 s.; GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008, 185 s.

¹⁸²La possibilità di fare riferimento al solo saldo netto (ovvero al risultato derivante dal *netting*) è stata reputata ragione idonea a determinare rispetto alle banche una riduzione della misura del capitale da immobilizzare a fini prudenziali (cfr. Accordo di Basilea II).

operazione¹⁸³. Gli effetti finali di tali clausole restano subordinati al sopravvenire di eventi che si atteggiavano come “sintomo” dell’esito infausto dell’affare o come espressione - a giudizio delle parti - della maggiore probabilità del suo verificarsi¹⁸⁴. E ciò a prescindere che si tratti di situazioni di carattere soggettivo (inadempimento, mancata prestazione delle garanzie promesse o estinzione di quelle prestate, falsità delle dichiarazioni contrattuali, insolvenza, fallimento o apertura di altra procedura concorsuale, ecc.) o oggettivo (sopravvenuta contrarietà a norme imperative delle transazioni perfezionate in base al contratto normativo, sopravvenuta onerosità fiscale conseguente a un provvedimento di legge, amministrativo o giudiziale)¹⁸⁵.

Non a caso il campo elettivo di simili clausole è rappresentato dalla

¹⁸³ Al di là dello scopo pratico di evitare una molteplicità dei pagamenti, la dottrina più avvertita non manca di sottolineare che il congegno compensativo viene ad assolvere una funzione *lato sensu* di garanzia, consentendo al creditore di «evitare il rischio di adempiere, o dover adempiere, senza ricevere l’adempimento»: così PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall’adempimento*, in *Commentario Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1975, 258. In termini simili, altresì, SCHLESINGER, voce *Compensazione*, in *Noviss. Dig. it.*, 1967, III, 722, quando scrive che l’istituto risponde, tra l’altro, all’esigenza equitativa di prevenire «a carico della parte più sollecitata ad adempiere il rischio della insolvenza di controparte». Tale linea risulta sviluppata in modo ulteriore da INZITARI, *Effetti del fallimento per i creditori*, in *Commentario Scialoja e Branca alla legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1988, 163, sulla base del rilievo che «la posizione del soggetto legittimato ad opporre la compensazione appare molto simile, sotto taluni aspetti, al creditore titolare di un diritto reale di garanzia sui beni del proprio debitore. Allo stesso modo infatti in cui questi può realizzare il proprio credito sul ricavato del bene concesso in garanzia, al creditore, quando oppone la compensazione, è concesso di realizzare esclusivamente e senza il concorso di altri creditori, il proprio credito facendo proprio, appunto in via esclusiva, un valore economico pari alla concorrenza tra il proprio debito e il controcredito».

¹⁸⁴ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, in *Contratti*, 2009, p. 501 e ss.

¹⁸⁵ Per una dettagliata casistica degli eventi assunti dalla prassi contrattuale come idonei a propiziare la messa in moto del meccanismo di compensazione per *close-out*, v. PERRONE, *La riduzione*, cit., 88 s.

operatività su strumenti derivati (negoziati) *over the counter* (tra cui, in primo luogo vengono in considerazione i contratti di *swap*, nelle loro svariate forme)¹⁸⁶: ossia dalla operatività in un settore nel quale la mancanza di un sistema di *clearing house*¹⁸⁷ rende più acuto il c.d. rischio di inadempimento. Sotto il profilo funzionale, gli accordi di compensazione per *close-out* si prestano ad essere accostati alle garanzie in senso tecnico: entrambi concorrendo, se non a neutralizzare, almeno a limitare il medesimo tipo di rischio. In realtà, il rapporto che esiste tra gli uni e le altre si atteggia piuttosto intenso, anzi di stretta complementarietà: la previsione del congegno compensativo pone le condizioni per una riduzione del valore complessivo delle garanzie da

¹⁸⁶ Il termine *swap* risulta invero sprovvisto di un preciso – e/o unitario – referente materiale: trovandosi abbinato a tipologie di operazioni della prassi alquanto diverse fra loro. In effetti, se con riferimento al c.d. *currency swap* è riscontrabile una struttura modellata sul doppio scambio rovesciato, uno «a pronti», l'altro «a termine» (nella sua versione più elementare, lo scambio a pronti e quello a termine avendo per oggetto una somma di denaro espressa in due differenti valute), non altrettanto può dirsi con riguardo ai contratti di *interest rate swap* e di *equità swap*. Qui si parla, al più, di un unico scambio e fra pagamenti. Per qualche rapido cenno sul tema, cfr., DOLMETTA-MINNECI, voce *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24ore*, 2007, IV, 130.

¹⁸⁷ È noto che, con riferimento ai contratti derivati negoziati all'interno dei mercati regolamentati (ad esempio, contratti *futures*) il buon fine delle operazioni viene assicurato attraverso lo strumento della interposizione necessaria di una *clearing house* (ossia della cassa di compensazione e garanzia) in abbinamento con il c.d. meccanismo dei margini. Più precisamente, una volta conclusa l'operazione, la *clearing house* assume ambedue le posizioni che ciascun contraente avrebbe avuto nei confronti dell'altro.

Alla scadenza del contratto, ciascuna della parti è tenuta ad eseguire la propria prestazione verso la cassa, che, a sua volta, resta obbligata ad assolvere ai propri debiti nei confronti delle stesse. In tale modo, il rischio di inadempimento viene traslato sulla *clearing house*. Al fine di permettere a quest'ultima di gestire in modo efficiente un simile rischio, si prevede che ciascuna delle parti al momento del perfezionamento della operazione, corrisponda alla Cassa un margine iniziale (in contanti o titoli di Stato) pari a una ridotta percentuale del valore nominale del contratto. Nella fase di pendenza del rapporto e al termine di ogni giornata di contrattazione, un ulteriore versamento (denominato margine di variazione) viene poi effettuato dalla parte che ha subito l'effetto negativo della oscillazione giornaliera del valore del contratto in corso.

richiedere da parte dell'intermediario sulla base di una prudente gestione del rischio di credito¹⁸⁸.

Preme altresì sottolineare che le clausole di *close-out netting* fanno conseguire l'effetto compensativo anche in assenza dei requisiti previsti per la compensazione legale. Di fatto, esse integrano la figura del «*pactum de compensando*» di cui all'art. 1252 comma 2 c.c.¹⁸⁹, costituendone una versione alquanto raffinata, tenuto conto che la trasformazione di un portafoglio di operazioni diverse in una serie di partite reciprocamente compensabili non si presenta come una cosa semplice¹⁹⁰.

Scendendo più nel dettaglio, occorre premettere che, al pari di ogni costruzione della autonomia privata, anche il congegno in esame sfugge a una rigida schematizzazione, mostrando al proprio interno delle inevitabili diversificazioni. A partire dagli anni '90, il fenomeno ha peraltro conosciuto un processo di tipizzazione sociale sufficiente a giustificare – almeno entro certi limiti - una trattazione unitaria. Ciò posto, si può osservare che il modo di operare degli accordi di *close-out* ruota intorno a tre momenti fondamentali: a) al verificarsi di uno degli

¹⁸⁸ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit., p. 501 e ss.

¹⁸⁹ Sulla figura del *pactum de compensando*, v. F. MARTORANO, *Note sulla compensazione nel conto corrente bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, II, 319; PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione*, cit., 381 s.; Di Prisco, *I modi di estinzione diversi dall'adempimento*, in *Trattato Rescigno*, Torino, 1984, IX, 338 s.; MASCIANGELO-MORCAVALLO-VOMERO, *La compensazione*, in *Trattato delle obbligazioni*, a cura di BURDESE-MOSCATI, Padova, 2008, III, 231 s.

¹⁹⁰ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit., p. 501 e ss.

eventi sopra indicati, la previsione della automatica scadenza di tutte le operazioni in corso fra le parti, sempre che riconducibili al *Master Agreement* contenente la relativa clausola: e ciò al fine di determinare l'esigibilità delle obbligazioni scaturenti da contratti restitutori (ad esempio un contratto di finanziamento) oppure l'interruzione anticipata degli eventuali contratti derivati (cfr. contratti di *swap*) e quindi la necessità di una loro liquidazione¹⁹¹; b) la trasformazione delle posizioni in partite fra loro omogenee e dunque compensabili sulla base di criteri di conversione a valori correnti previamente fissati: e questo allo scopo di ridurre tutti i vari addendi (obbligazioni esigibili ma eterogenee per oggetto e/o valuta, oppure contratti derivati da liquidare) nella stessa moneta prescelta per denominare l'esposizione netta; c) il calcolo della esposizione lorda di ciascuna delle parti, l'elisione dell'una con l'altra fino a concorrenza, con conseguente determinazione della esposizione netta gravante sul contraente il cui debito risulti più elevato.

È appena il caso di notare che qualora l'attivazione della clausola consegua alla instaurazione di una procedura fallimentare nei confronti di

¹⁹¹ A seconda degli accordi intercorsi tra le parti, la liquidazione di un contratto derivato (ad esempio, una operazione di *interest rate swap*) può avvenire per differenza o in virtù della determinazione del suo costo di sostituzione. Nel primo caso, si procede a un regolamento in via differenziale, sulla base di quanto verificatosi nel periodo intercorso tra la data di efficacia iniziale del contratto e quella della scadenza anticipata del medesimo (ossia facendo riferimento alla differenza tra gli interessi dovuti dall'intermediario al cliente dall'inizio del rapporto alla sua cessazione e quelli dovuti nello stesso periodo dal cliente all'intermediario). L'altra soluzione passa attraverso la determinazione del costo di rimpiazzo del contratto al tempo della scadenza anticipata, ossia del valore a tale data di un contratto destinato ad essere eseguito nel termine originariamente stabilito dalle parti. In argomento, v. PERRONE, *La riduzione*, cit., 110 s.

una delle parti, il contraente *in bonis* sarà tenuto a insinuarsi nel passivo se al termine della vicenda compensativa risulti in credito; sarà invece tenuto a corrispondere alla massa il saldo netto, nell'ipotesi in cui questo debba ascrivere a suo carico¹⁹².

3. Il d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170.

Gli accordi di *close-out netting* hanno formato oggetto di specifica attenzione da parte del nostro legislatore nell'ambito della disciplina dedicata ai contratti di garanzia finanziaria e introdotta dal D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170. Facendo seguito alla definizione di cui all'art. 1 lett. *f*)¹⁹³, il successivo art. 7 riconosce la clausola in oggetto come «valida ed efficace, in conformità di quanto dalla stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti».

¹⁹² U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit., p. 501 e ss.

¹⁹³ Si è peraltro osservato (LOIACONO-CALVI-BERTANI, *Il trasferimento*, cit., 66) che la definizione legislativa degli accordi di *close-out netting* può indurre in confusione nella parte in cui separa con la avversativa «ovvero» la fase in cui «le obbligazioni diventano immediatamente esigibili e vengono convertite nella obbligazione di versare un importo pari al loro valore corrente stimato (...)» da quella in cui «viene calcolato il debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra con riguardo alle singole obbligazioni e viene determinata la somma netta globale risultante dal saldo e dovuta dalla parte il cui debito è più elevato»: quasi che, al di là di talune evidenti ridondanze, si trattasse di momenti fra loro alternativi.

In realtà tra i due segmenti è da scorgere un rapporto di successione (se non cronologica) almeno logica. Scrive al riguardo GUCCIONE, *I contratti di garanzia*, cit., 193, che «a differenza della direttiva che prevede un legame tra il *close-out* descritto nella lett. *i* e il *netting* nella lett. *ii* della lett. *n*, il decreto sembrerebbe recidere tale legame con l'inserimento dell'avverbio *ovvero* tra le previsioni contenute nei numeri 1 e 2. La portata pratica di questa differenza è invero molto limitata, in quanto le uniche obbligazioni reciproche risultanti dalla conversione presentano tutti i requisiti perché, quantomeno nel nostro ordinamento, operi la compensazione legale anche in mancanza di un accordo tra le parti».

Di fronte a tale statuizione, porsi il problema della stabilità degli effetti derivanti dalla attivazione della clausola rischia di apparire, almeno in prima battuta, superfluo. In senso contrario non varrebbe sottolineare che la norma in questione si presta a coprire solo una parte del fenomeno reale. Non si può infatti negare che se è vero che il suo campo di applicazione deve ritenersi limitato, stante il disposto di cui all'art. 1 lett. f), ai casi in cui il congegno di *close-out netting* si trovi delineato nell'ambito di un contratto di garanzia finanziaria¹⁹⁴ o di contratto comprendente un contratto di garanzia finanziaria¹⁹⁵; è altrettanto vero che l'osservazione della prassi dimostra che le ipotesi contemplate corrispondono proprio alle situazioni in cui il ricorso alla clausola in oggetto si presenta più diffuso¹⁹⁶. Sicché non sembra azzardato parlare di una sostanziale coincidenza tra il dato materiale e la fattispecie normativa¹⁹⁷.

In realtà, le ragioni che spingono ad approfondire l'oggetto della presente indagine vanno ricercate altrove.

¹⁹⁴ Da segnalare che tra le obbligazioni suscettibili di essere sottoposte al meccanismo del *close-out*, l'art. 5, comma 4 consente di farvi rientrare anche quella gravante sul creditore pignoratizio e avente per oggetto la ricostituzione di una garanzia equivalente, una volta compiuti atti di alienazione sulle attività finanziarie ricevute in pegno.

¹⁹⁵ È appena il caso di notare che il riferimento ai «contratti di garanzia finanziaria» si traduce in un limite di carattere anche soggettivo. Ai sensi dell'art. 1 lett. d), tali contratti si prestano infatti ad essere conclusi (oltre che da talune istituzioni pubbliche) solo tra imprese operanti (grosso modo) nel settore finanziario, oppure fra da un lato le suddette imprese e dall'altro (quello cioè del datore) «persone diverse dalle persone fisiche, incluse imprese e associazioni prive di personalità giuridica».

¹⁹⁶ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit, p. 501 e ss.

¹⁹⁷ E ciò proprio alla luce di quel nesso di complementarietà – riferito nel precedente paragrafo – che può ravvisarsi tra le clausole di *close-out* e le garanzie collaterali.

Più precisamente, non si può fare a meno di notare l'inadeguatezza del precetto di cui all'art. 7 a chiudere il discorso sulla clausola in esame. Vi ostano per prima cosa le oscurità che affliggono la sua formulazione. In effetti, resta ambiguo il senso da attribuire alla previsione di efficacia della clausola *anche* in caso di apertura di una procedura fallimentare: la lettera della norma lasciando aperta l'alternativa fra quello (più ristretto) di una deroga al regime della compensazione nel fallimento (art. 56 l. fall.) e quello (più ampio) di una sottrazione della relativa pattuizione e/o dei suoi effetti alla revocatoria fallimentare¹⁹⁸.

Ma a venire in considerazione è altresì la limitatezza del suo contenuto. Alla generale (se non generica) declaratoria di validità ed efficacia della clausola non fa invero riscontro l'enunciazione di una disciplina esaustiva in ordine al momento operativo della medesima. E pure le questioni che l'attivazione del meccanismo di *close-out* è in grado di sollevare non sembrano di poco conto: basti solo pensare al problema della congruità dei criteri di conversione indicati nella clausola¹⁹⁹.

Alla luce di un simile scenario, la questione riguardante la stabilità degli effetti delle clausole di *close-out netting* si presenta tutt'altro che superata o priva di rilevanza pratica. Peraltro, i rapidi cenni appena svolti

¹⁹⁸ Pongono il problema del coordinamento fra la declaratoria di validità ed efficacia di cui all'art. 7 e la disciplina fallimentare LOIACONO-CALVI-BERTANI, *Il trasferimento*, cit., 71. Sembra propendere per una sostanziale opponibilità della clausola al fallimento Marino, *La disciplina*, cit., 206.

¹⁹⁹ La questione risulta avvertita da DE BIASI, *Il netting*, cit., 244 e GUCCIONE, *I contratti*, cit., 194.

lasciano già intuire che essa non potrà essere affrontata sulla base del solo disposto dell'art. 7, ma occorrerà allargare lo sguardo, oltre che ad altre disposizioni del decreto medesimo, anche a regole ed istituti di carattere più generale.

4. Questioni risolte alla luce della declaratoria di validità ed efficacia della clausola.

Non si può certo affermare che la statuizione di cui all'art. 7 abbia inciso in maniera rivoluzionaria sugli esiti ai quali erano pervenuti gli interpreti nel silenzio del legislatore.

Già da tempo la dottrina aveva dissipato i principali ordini di perplessità che erano sorti intorno agli accordi di compensazione per *close-out* al momento della loro comparsa, intervenuta agli inizi degli anni '90 e dovuta alla importazione di modelli contrattuali di matrice anglo-americana²⁰⁰.

Più precisamente, il timore di una contrarietà della convenzione rispetto a una ipotetica «*cherry picking rule*» (ossia al principio che attribuisce al curatore del fallimento in cui sia incorsa una delle parti il potere di scelta tra la risoluzione o la prosecuzione del rapporto) era stato - almeno nella sostanza - accantonato dopo che l'art. 203 T.u.f. aveva

²⁰⁰ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit, p. 501 e ss.

espressamente esteso la soluzione della interruzione automatica dei rapporti pendenti (originariamente prevista dall'art. 76 l. fall con riferimento ai soli contratti di borsa) a quelle tipologie di operazioni che sono solite essere concluse sulla base degli Accordi quadro contenenti la clausola di *close-out*: ossia «agli strumenti finanziari derivati (...) alle operazioni a termine su valute, nonché alle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto»²⁰¹.

D'altro canto, il riferimento all'art. 56 l. fall., che permette al debitore di portare in compensazione nei confronti del Fallimento crediti vantati verso lo stesso anche se non ancora scaduti prima dell'inizio della procedura, era valso a sgombrare il campo da ogni remora fondata sulla constatazione, in sé ineccepibile, della attitudine del meccanismo compensativo a derogare al principio della *par condicio creditorum*²⁰².

Peraltro, sarebbe eccessivo ritenere che il contesto in cui è stato calato l'art. 7 fosse del tutto privo di tensioni. In realtà, residuava più di un profilo in attesa di una definizione compiuta. Di portata incerta si presentava ad esempio l'incidenza del limite di cui al capoverso dell'art. 56 l. fall. che vieta di opporre in compensazione al Fallimento crediti acquistati per atto tra vivi nell'anno anteriore. In un panorama fluido (e talvolta reticente) spiccava l'opinione di chi, identificando la *ratio* del

²⁰¹ Per una disamina approfondita del relativo dibattito, v. PERRONE, *La riduzione*, cit., 106 s.

²⁰² U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit, p. 501 e ss.

divieto nella esigenza di prevenzione degli abusi (e, quindi, muovendo dall'assunto che il requisito della anteriorità fosse da collegare non al momento in cui le reciproche pretese vengono ad esistenza per effetto della scadenza anticipata dei rapporti, bensì al tempo di perfezionamento della fattispecie costitutiva del rapporto giuridico tra le parti) concludeva nel senso che l'ostacolo alla compensabilità fosse da riferire esclusivamente ai crediti scaturenti dallo scioglimento delle operazioni concluse nell'anno precedente all'apertura della procedura concorsuale. Salvo aggiungere che qualora nel predetto turno di tempo vi fosse stato il perfezionamento addirittura dell'accordo di *close-out*, questo si sarebbe dovuto considerare (prima ancora che revocabile) nullo per violazione della norma imperativa di cui all'art. 56 comma 2 l. fall.²⁰³.

Del pari, continuava a creare un qualche imbarazzo l'ipotesi in cui sulla base del *Master Agreement* fossero state realizzate figure contrattuali diverse da quelli contemplati dalla elencazione di cui all'art. 203 T.u.f. La prospettazione di una applicazione analogica della regola, pur apparendo la strada più ovvia, era destinata a serbare un certo margine di opinabilità, soprattutto perché finiva per impattare su taluni nodi tradizionalmente irrisolti della disciplina fallimentare previgente. Basti pensare al problema della natura eccezionale o meno delle regole dettate per la sorte dei vari tipi di rapporti pendenti e alla possibilità di

²⁰³Cfr. PERRONE, *La riduzione*, cit., 115 s. Per una diversa interpretazione del disposto dell'art. 56 comma 2 l. fall. (volta ad escluderne la rilevanza nel caso degli accordi di *close-out netting*) v. LOIACONO-CALVI-BERTANI, *Il trasferimento*, cit., 74

istituire fra le stesse una sorta di ordine gerarchico .

Dubbia si rivelava infine l'utilizzabilità della regola di cui all'art. 203 T.u.f. anche nell'ambito delle procedure concorsuali c.d. minori, posto che tale norma si limita a evocare il fallimento e la liquidazione coatta amministrativa.

Ai fini della definizione delle predette questioni l'avvento dell'art. 7 ha fornito un contributo senz'altro decisivo: e sempre nella direzione di un rafforzamento della stabilità degli effetti prodotti dalla clausola.

Per prima cosa, il cambio di prospettiva accolto dalla norma, opportunamente incentrata sulla convenzione di *close-out netting* in sé, anziché sulle varie tipologie contrattuali riconducibili all'accordo-quadro, ha permesso di lasciare alle spalle ogni discussione sul carattere rigido o elastico della elencazione declinata dall'art. 203 T.u.f.

La precisazione che la clausola ha effetto *in conformità di quanto dalla stessa previsto* anche in caso di apertura di una procedura concorsuale ha poi offerto il supporto normativo per neutralizzare, in nome della prevalenza della legge speciale su quella generale, l'operatività del limite di cui all'art. 56, comma 2 l. fall. In altri termini, la lettera della norma autorizza a ritenere compensabili le pretese derivanti dalla scadenza anticipata di *tutte* le operazioni intercorse tra le parti: incluse cioè quelle perfezionate anche nell'anno anteriore alla dichiarazione di insolvenza²⁰⁴.

²⁰⁴ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*,

Altrettanto significativo si è rivelato in ultimo l'uso delle espressioni «procedura di risanamento o di liquidazione» all'interno dell'inciso finale della norma. Come desumibile dalle enunciazioni definitorie di cui rispettivamente alle lett. *r* e *s* dell'art. 1, la portata della declaratoria di validità ed efficacia della clausola risulta destinata a valere in modo indifferenziato per ogni tipo di procedura concorsuale prevista nel nostro ordinamento.

5. La stabilità degli effetti e i problemi legati alla conversione.

Le clausole di close-out netting, nel predisporre un regolamento di interessi di carattere *lato sensu* compensativo, consentono al contraente in bonis di contenere il rischio di default della controparte nei limiti della c.d. esposizione netta.

Come detto, tali clausole, introdotte dall'autonomia privata, hanno ricevuto un principio di disciplina nell'ambito della normativa dedicata alle c.d. garanzie finanziarie (d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170). Malgrado la formulazione dell'art. 7 rifletta in modo evidente l'intento del legislatore di presidiare nella misura maggiore possibile gli effetti derivanti dalla attivazione delle clausole di *close-out netting*, molteplici si rivelano i profili di instabilità che ancora permangono.

Uno dei momenti più delicati attiene alla c.d. fase della conversione.

cit, p. 501 e ss.

Si rivela per vero di intuitiva evidenza che l'attività volta a tradurre in situazioni omogenei e a valori correnti posizioni tra loro differenziate (siano esse costituite da obbligazioni eterogenee per oggetto o valuta di denominazione, oppure da contratti differenziati da liquidare per differenza o in base al costo di rimpiazzo)²⁰⁵ presenta una intrinseca pericolosità dovuta sia alla possibilità di errori di conteggio (dovuti alla erronea applicazione dei criteri previsti), sia - ed è il caso più insidioso - al rischio di gravi abusi (qualora i parametri adottati non siano conformi a congruità).

Ora, nell'eventualità del verificarsi di un errore materiale, non vi è ragione per negare il ricorso allo strumento della rettifica. Semmai è da chiedersi se ciò non debba avvenire entro un termine ristretto in nome della certezza e stabilità dei rapporti. Di per sé il legislatore tace; ma di fronte a una norma (cfr. art. 8, comma 3) che consente all'eventuale procedura concorsuale di fare valere l'incongruità dei criteri di valutazione non oltre l'anno dall'intervenuta conversione, sembra azzardato ritenere che, per dare luogo alla rettifica, possa valere un

²⁰⁵(17) È peraltro da escludere che l'attività di conversione implichi di per sé effetti novativi. In realtà, si tratta di un momento di monetizzazione, o meglio di riduzione a una identica unità di conto, ad uso (per così dire) interno della vicenda compensativa. Diversamente, si dovrebbe attribuire una valenza novativa in ogni ipotesi di *pactum de compensando* che conduca alla reciproca elisione di situazioni fra loro eterogenee (da un punto di vista logico, non potendosi prescindere dalla traduzione delle stesse in valori reciprocamente raffrontabili): il che pare francamente eccessivo. Del resto, lo stesso n. 1 della lett. f dell'art. 1 affianca all'ipotesi della conversione quella in cui le obbligazioni fra le parti sono estinte e sostituite da una nuova obbligazione (in ordine a tale fattispecie, v., *infra*, par. 6). In argomento, v., altresì, GUCCIONE, *I contratti di garanzia*, cit., 192.

termine superiore.

Per l'altro tipo di rischio il discorso si presenta più complesso. Al riguardo, si deve sottolineare che, con riferimento al pegno su attività finanziarie, il primo comma dell'art. 8 stabilisce che i criteri di valutazione delle stesse oltre che delle obbligazioni finanziarie garantite, nonché le condizioni di realizzo della garanzia devono essere ragionevoli sotto il profilo commerciale.

Si è osservato che la norma identifica un'ulteriore clausola generale destinata ad affiancarsi ai canoni tradizionali quali, ad esempio, la buona fede *in executivis* e la correttezza²⁰⁶. Riferita all'ambito dei criteri di valutazione (delle attività finanziarie e delle obbligazioni garantite), il timone della clausola sembra da orientare nella direzione della «giustizia economica», ovvero verso ciò che una volta si sarebbe denominato il «giusto prezzo». E ciò alla luce, sia del significato stesso della espressione «ragionevolezza commerciale», sia della ovvia necessità di attribuire alla nuova venuta un ambito non già coperto da clausole preesistenti. In altri termini, la conformità dei criteri di valutazione adottati al parametro di nuovo conio sarebbe volta a garantire che i risultati della valutazione non si discostino dai reali valori di mercato²⁰⁷. Del resto, proprio nell'ottica di promuovere la diffusione di modelli

²⁰⁶ Così E. GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, I, 521.

²⁰⁷ Tale opinione è di U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, *cit.*, p. 501 e ss.

affidabili anche sotto il suddetto profilo si deve inquadrare la presunzione (di cui alla parte finale del già citato primo comma) di conformità con riguardo a quelle clausole che, nel fissare i criteri di valutazione, ricalchino gli schemi contrattuali che la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, abbia a preordinare attingendo alla prassi (anche) internazionale degli operatori del mercato: lo scrutinio esercitato da un soggetto in posizione di indiscutibile terzietà (quali sono le Autorità di settore appena ricordate) assicurando la migliore garanzia contro il rischio di abusi²⁰⁸.

L'ipotesi della violazione del parametro risulta espressamente contemplata dall'ultimo comma dell'art. 8. Tale previsione attribuisce invero agli organi di una procedura di liquidazione la possibilità di far valere, nel termine di sei mesi dalla apertura della stessa, la violazione della ragionevolezza commerciale con riferimento, tra l'altro, ai criteri di valutazione delle attività finanziarie e delle obbligazioni finanziarie garantite, qualora la determinazione dell'importo da restituire a titolo di eccedenza derivante dalla escussione del pegno sia intervenuta entro

²⁰⁸ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit, p. 501 e ss., secondo il quale: "Naturalmente, affermare che la clausola di ragionevolezza commerciale indirizzi verso il traguardo della «giustizia economica» non significa che si sia di fronte a un esito a portata di mano. Fermo restando che, in caso di lite, non si può comunque prescindere da una perizia, proprio gli sconvolgimenti che investono nel tempo presente i mercati finanziari costituiscono la migliore prova della aleatorietà (e, per certi aspetti, inattendibilità) dei valori attingibili non soltanto *over the counter*, ma anche dai listini (per così dire) ufficiali. Il che sembra quasi un paradosso (ma in realtà non lo è se si considera che un conto è l'economia finanziaria, come è venuta modellandosi nell'ultimo decennio, altro è invece l'economia reale) nel momento in cui, con riferimento ai contratti di impresa, la dottrina più recente valorizza proprio il mercato quale criterio extracontrattuale di determinazione del giusto prezzo (cfr. GITTI, *La determinazione del contenuto*, in AA.VV., *Il terzo contratto*, a cura di Gitti-Villa, Bologna, 2008, 90)".

l'anno che precede l'apertura della procedura di liquidazione stessa. E questo al fine di ottenere una rideterminazione della somma dovuta.

Ora, non sembra esservi motivo per escludere la valenza del principio della ragionevolezza commerciale anche con riguardo ai criteri attraverso i quali, in sede di *close-out*, si procede alla conversione delle reciproche posizioni scaturenti dalla scadenza anticipata delle varie transazioni in essere tra le parti. L'esigenza di tutela che il momento della trasformazione delle differenti poste in valori omogenei è in grado di suscitare appare del tutto simile a quella tenuta presente dal legislatore con riferimento al pegno su attività finanziarie. In entrambi i casi, infatti, emerge il rischio di un abuso suscettibile di integrare una fonte di pregiudizio, sia per la parte svantaggiata, in quanto destinata a sopportare un impoverimento ingiustificato, sia per i creditori della stessa, in quanto costretti a sopportare un assottigliamento della garanzia generica del proprio debitore superiore al dovuto²⁰⁹.

In tale prospettiva si può ipotizzare la proponibilità della c.d. azione di ragionevolezza commerciale di cui all'art. 8 u.c. anche nell'ipotesi in cui la previsione e conseguente applicazione di criteri di conversione contrari alla ragionevolezza commerciale solleciti una rideterminazione del saldo netto.

Peraltro, un problema di violazione della clausola della

²⁰⁹ Si interroga sulla applicabilità dell'art. 8 alle clausole di *close-out* anche GUCCIONE, *I contratti di garanzia*, cit., 194.

ragionevolezza commerciale può porsi anche a prescindere dalla apertura di una procedura concorsuale. E difatti tale eventualità risulta contemplata dal legislatore, ma, con una formulazione per certi versi enigmatica, il comma 2 dell'art. 8 attribuisce il rimedio della rideterminazione solo per l'ipotesi della contrarietà al parametro delle condizioni di realizzo. Sempre, tuttavia, che ciò avvenga nel termine di tre mesi dalla comunicazione di cui all'art. 4, comma 2 e fatto salvo il caso in cui le suddette condizioni risultino pattuite fra le parti.

Ora, appare arduo ritenere che la disposizione da ultimo ricordata possa avere come effetto ulteriore quello di lasciare senza tutela la parte che si scopra, seppur ancora *in bonis*, svantaggiata dalla adozione di criteri valutativi confliggenti con la legge. Di fronte alla conferma normativa, di cui all'art. 8, ult. comma, che la determinazione di parametri di valutazione irragionevoli dal punto di vista commerciale è in grado di integrare un abuso suscettibile di impugnazione, non ha senso condizionare la relativa reazione alla circostanza (sotto tale profilo, estrinseca) della pendenza o meno di una procedura concorsuale. Resta invero fermo il rilievo che approfittamento e pregiudizio rimangono tali anche al di fuori del fallimento.

Ne discende che la portata dell'art. 8 comma 2 non deve essere enfaticizzata, ma va strettamente contenuta sul tipo di fattispecie contemplata; fattispecie che riflette peraltro una propria specificità, dal

momento che le modalità di realizzo attengono a un momento *lato sensu* gestorio.

Dal canto suo, la previsione di criteri valutativi difforni dalla ragionevolezza commerciale - sia che ciò avvenga con riferimento al pegno su attività finanziarie, sia che ciò si verifichi nell'ambito della clausola di *close-out netting* - si atteggia come una vicenda in grado di ingenerare lo stesso ordine di inconvenienti suscitati dal patto commissorio. In fondo, proprio la necessaria conformità al parametro rappresenta la contropartita della disapplicazione (di cui all'art. 6, comma 2) del relativo divieto con riferimento ai contratti di garanzia finanziaria che prevedono il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia²¹⁰.

Non sembra pertanto azzardato scorgere nella violazione del parametro della «ragionevolezza commerciale» una ipotesi di nullità. La possibilità, concessa sia dal secondo che dall'ultimo comma dell'art. 8, di richiedere una successiva «rideterminazione» induce altresì a ipotizzare la configurabilità di una vicenda integrativo-sostitutiva (sul modello di quella prevista dal combinato disposto degli artt. 1419 e 1339 c.c.) che porti al rimpiazzo del criterio *contra legem* con uno conforme.

È appena il caso di sottolineare che, trattandosi di una fattispecie di nullità, il vizio potrà essere fatto valere da chiunque vi abbia interesse, e

²¹⁰Così E. GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria*, cit., 514 s.

quindi anche dagli stessi creditori della parte svantaggiata.

Va piuttosto mantenuta ferma la previsione di un termine ristretto per l'attivazione del rimedio, in quanto lo impongono quelle esigenze di certezza e rapida definizione dei rapporti alle quali sia il comma 2 che l'ultimo dell'art. 8 si mostrano sensibili. Peraltro, la condizione *in bonis* della parte svantaggiata induce a optare per il termine di tre mesi rispetto a quello annuale.

Che poi ciò comporti una deroga a una delle tradizionali regole in materia di nullità contrattuale non deve turbare, avendo già da tempo la dottrina civilistica avvertito che il regime comune di tale figura di invalidità non è da interpretare rigidamente, potendo lo stesso essere modificato in funzione delle esigenze sollevate dalla fattispecie concreta.

6. L'assoggettamento alla azione revocatoria fallimentare.

Un ulteriore fattore di instabilità degli effetti derivanti dalla attivazione degli accordi di *close-out netting* è costituito dalla azione revocatoria fallimentare.

Per la verità, la previsione di validità ed efficacia anche in ipotesi della apertura di una procedura concorsuale potrebbe, nella sua laconicità, suscitare l'impressione che il legislatore abbia inteso escludere alla radice ogni possibilità di revoca dei risultati rivenienti

dalla messa in moto del meccanismo compensativo.

Una simile interpretazione andrebbe senz'altro fuori dal segno, traducendosi in una palese forzatura del dato normativo. In realtà, se è innegabile che la formulazione dell'art. 7 presenti un certo margine di ambiguità, non può tuttavia passare inosservato il dato della assenza di un qualsiasi cenno alla figura degli accordi di compensazione per *close-out* in seno all'art. 9, disposizione che, nell'ambito della medesima sede normativa, il legislatore ha appositamente dedicato alla materia della revocatoria fallimentare al fine di delineare alcune ipotesi di esenzione o comunque di deroga al regime generale. Tale silenzio si presta ad assumere un valore decisivo sia di per sé sia (verrebbe quasi da dire) per contrasto rispetto al disposto dell'art. 2 d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210, il quale statuisce espressamente la definitività delle operazioni di compensazione nel contesto dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli, allorquando un intermediario partecipante a relativo circuito rimanga assoggettato a una procedura concorsuale²¹¹. Ad ulteriore conforto della interpretazione qui accolta, si può ricordare che l'ultimo paragrafo dell'art. 8 Direttiva 2002/47/CE precisa che, al di là delle deviazioni introdotte attraverso gli enunciati precedenti, rimangono per il resto ferme «le norme generali della legislazione nazionale in materia di insolvenza in relazione all'invalidità delle operazioni concluse» nel corso

²¹¹ Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *La definitività dei pagamenti dalla direttiva 98/26/CE al D.Lgs. 12 aprile 2001, n. 210*, in *Europa dir. priv.*, 2002, 806.

dei periodi sospetti.

Una volta esclusa la configurabilità di una ipotesi di esenzione da revocatoria fallimentare con riguardo agli accordi di *close-out netting*, occorre subito avvertire che oggetto di revoca potrà essere il *pactum* ma non l'effetto estintivo delle ragioni reciproche. Ricordando che la convenzione di *close-out* integra una figura di contratto normativo di per sé riconducibile nell'alveo dell'art. 1352 comma 2, può invero osservarsi che, con riguardo a tale fattispecie, l'opinione consolidata è dell'avviso che «il curatore non possa comunque precludere l'esercizio del potere di compensare del creditore-debitore del fallito relativamente a ragioni di credito o debito preesistenti alla dichiarazione di fallimento e debba quindi accettarne le conseguenze, salvo che possa disconoscere il *pactum de compensando*»²¹², se questo, per le sue concrete modalità, venga ad atteggiarsi come atto revocabile *ex art. 67 l. fall.*

Ciò posto, pare da escludere la revocabilità della clausola ai sensi dell'art. 67, comma 1, n. 2, non potendosi equiparare la convenzione di *close out* a un atto estintivo di per sé, trattandosi piuttosto di un atto volto a gettare le basi per la successiva compensazione di posizioni reciproche, pur in assenza dei requisiti di legge²¹³. Non altrettanto può dirsi con riferimento alla fattispecie di cui al n. 1 del primo comma, non potendosi

²¹² La frase è di FOSCHINI, *La compensazione nel fallimento*, Napoli, 1965, 251. In senso analogo anche Perlingieri, *Dei modi di estinzione*, cit., 317, nota 11.

²¹³ U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, cit, p. 501 e ss.

escludere la sussistenza della sproporzione richiesta dalla legge²¹⁴, allorquando i criteri di conversione fissati nel *pactum* (sempre che concluso nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento) siano tali da far risultare obiettivamente che le posizioni attive e passive del fallito verranno fatte oggetto di un sottostima o sovrastima in misura superiore a un quarto.

In ogni caso, resta ferma la revocabilità della clausola ai sensi dell'art. 67 comma 2, sempre che naturalmente essa sia stata pattuita nei sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento e il curatore fornisca la prova della conoscenza dello stato di insolvenza da parte del contraente *in bonis*.

Merita di essere sottolineato il fatto che la dichiarazione di revoca risulta destinata a provocare l'automatica caducazione degli effetti estintivi verificatisi sulla base del *pactum*²¹⁵. Sotto tale profilo, la differenza rispetto all'azione di ragionevolezza commerciale si presenta netta, limitandosi quest'ultima a dare luogo a una rideterminazione della esposizione netta, ma senza, per l'appunto, intaccare l'*an* del meccanismo compensativo.

7. L'invalidità delle operazioni da cui scaturiscono le posizioni reciproche.

²¹⁴ Ammettono la configurabilità di tale ipotesi, sia pure considerandola remota, LOIACONO-CALVI-BERTANI, *Il trasferimento*, cit., 75, nota 206.

²¹⁵ Così FOSCHINI, *La compensazione nel fallimento*, cit., 252, nota 24.

Altra ragione idonea a minare la stabilità degli effetti prodotti dal meccanismo di *close-out netting* è data dalla sopravvenienza di una eventuale dichiarazione di invalidità di una o più transazioni concluse sulla base del *Master Agreement* di riferimento.

Si tratta di uno scenario che non può essere escluso *a priori*, sia perché, da un punto di vista generale, non vi è difficoltà ad ammettere che i contratti successivi (c.d. contratti particolari) conclusi sulla base di un accordo quadro di per sé inattaccabile possano essere portatori di autonomi e specifici vizi, sia perché, proprio con riferimento ad alcuni contratti derivati negoziati *over the counter* (cfr., ad esempio, i contratti di *interest rate swap*) la questione della loro validità resta da giocare «essenzialmente sul filo della fattispecie concreta (...) e alla luce informante del principio di meritevolezza di tutela degli interessi perseguiti di cui all'art. 1322 c.c.», non sempre la prassi offrendo all'interprete l'esempio *standard* di «una operazione conclusa fra un soggetto, per una oggettiva e puntuale esigenza di copertura dal rischio di cambio o di interessi, e un intermediario professionale specializzato nello specifico settore del rischio da coprire»²¹⁶.

Al di là di ogni ulteriore osservazione sul punto, rimane comunque il fatto che la sopravvenuta declaratoria di invalidità di una o più transazioni conduce alla necessità di una nuova rideterminazione del

²¹⁶ Entrambi i rilievi virgolettati sono di DOLMETTA-MINNECI, *Contratti di borsa*, cit., 129.

saldo netto. Nell'ambito della più recente letteratura dedicata all'istituto della compensazione, non si manca infatti di affermare che all'effetto retroattivo di una vicenda caducatoria (sia essa di annullamento, di rescissione o di risoluzione del titolo di uno dei debiti reciproci) «dovrebbe conseguire l'eliminazione *ex tunc* dell'effetto estintivo: il che si spiega agevolmente, considerando che il rapporto, anche dopo l'estinzione, è suscettibile di subire nuove vicende e che comunque l'estinzione è un effetto *lato sensu* costitutivo di una fattispecie legale, suscettibile di essere rimosso le volte che l'ordinamento lo preveda al fine di regolamentare la relazione tra le vicende fisiologiche del rapporto e quelle patologiche»²¹⁷.

Del resto, a ragionare diversamente, l'accordo di *close-out* verrebbe ad assumere un valore costitutivo rispetto alla posizione assunta nella base di calcolo del saldo netto, ma rimasta poi orfana dell'operazione dalla quale era scaturita.

Proprio al fine di spezzare il suddetto nesso di derivazione, la prassi ricorre talvolta a una variante che la stessa definizione di cui all'art. 1 *lett. f)* mostra di ben conoscere, ossia all'espedito di inserire all'interno del meccanismo compensativo un momento, per così dire, novativo. Più precisamente, si prevede che le obbligazioni divenute esigibili, anziché essere convertite, siano estinte e sostituite dall'obbligazione di versare

²¹⁷In questi termini, MASCIANGELO-MORCAVALLO-VOMERO, *La compensazione*, cit., 353.

l'importo che sarebbe risultato dalla loro semplice traduzione in valori omogenei.

Ora, il fatto che al momento della stipulazione della clausola di *close-out*, che coincide con quello della stipulazione del contratto-quadro, le varie operazioni siano ancora da compiere, non sembra costituire di per sé un ostacolo insormontabile, dal momento che la dottrina civilistica non mostra disagio di fronte alla figura della novazione di obbligazione futura²¹⁸.

Che poi, trattandosi nel caso di specie di una novazione per titolo (oltre che per oggetto), la nuova obbligazione possa essere assoggettata a uno statuto disciplinare diverso da quello delle obbligazioni estinte, risulta del pari ammissibile²¹⁹.

Cionondimeno, resta che l'art. 1234 c.c. stabilisce non soltanto che la novazione è senza effetto se non esisteva l'obbligazione originaria; ma pure che allorquando quest'ultima derivi da un titolo annullabile, la fattispecie estintiva si considera ferma solo se il debitore ha assunto il nuovo debito conoscendo il vizio di quello originario. Un presupposto, questo, che appare difficilmente riscontrabile nella vicenda in oggetto, atteso che la convenzione di *close-out* con la variante novativa integra una delle clausole del contratto quadro, di per sé anteriore al compimento

²¹⁸ Cfr. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione*, cit., 139.

²¹⁹ Secondo l'opinione prevalente (cfr. LAMBRINI, *La novazione*, in AA.VV., *Trattato delle obbligazioni* a cura di Burdese-Moscati, Padova, 2008, III, 482), nell'ipotesi di novazione causale, il titolo viene in considerazione non solo come fatto generatore della obbligazione ma anche come fonte del regolamento delle sue modalità.

delle successive operazioni.

8. Conclusioni.

Come si è visto, la disciplina dei contratti derivati nel fallimento si presenta estremamente scarna, potendosi far leva solo sul disposto dell'art. 203 TUF, in virtù del quale tali contratti si sciolgono automaticamente con la dichiarazione di fallimento di una delle parti.

Come sottolineato da attenta dottrina, la finalità di tutela di questa opzione normativa non è dichiarata e potrebbe risultare ancora incerta, vista l'estrema sintesi della disciplina.

Si può osservare, tuttavia, che già prima dell'intervento del legislatore del TUF, la dottrina proponeva l'applicazione analogica dell'art. 76 l. fall. alla fattispecie, giustificandola con le stesse esigenze di liquidità dei mercati finanziari poste a base delle discipline straniere più recenti.

E' verosimile, pertanto, che il legislatore del TUF abbia scelto questa soluzione per allinearsi, almeno in parte, a quelle che sono le regole ormai vigenti negli altri ordinamenti dei paesi evoluti (si consideri che anche in molti paesi europei vigono regole simili a quelle presenti nel sistema nordamericano) e sulla base delle stesse motivazioni che sottostanno a tali discipline²²⁰.

²²⁰S.ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2011 (n.3), p 503 e ss.

Vero è che lo ha fatto piegando a tale scopo una norma, l'art. 76 l. fall, la cui *ratio* originaria era rivolta a proteggere non tanto l'interesse dei mercati, quanto l'integrità del patrimonio del fallito dal rischio connesso ai contratti a termine.

Ed è anche vero che nell'ordinamento fallimentare italiano sopravvivono disposizioni la cui applicazione potrebbe in qualche modo compromettere la pronta liquidazione di quei contratti secondo le regole volute dalle parti.

In particolare, le clausole di *netting* si confrontano con una disciplina della compensazione dei crediti della parte *in bonis* che evidentemente la ammette in via di eccezione alla regola del concorso perché la immagina applicata a situazioni occasionali ed in ogni caso la circonda di particolari cautele volte ad evitarne l'utilizzo a scopi fraudolenti²²¹.

E' difficile pertanto trovarla compatibile, da un punto di vista sistematico, con una compensazione di massa di numerose e rilevanti posizioni di debito e credito la cui applicazione è per giunta collegata, dalla clausola di *close-out netting*, proprio all'insolvenza o al fallimento del contraente.

Queste considerazioni potrebbero pertanto giustificare un'interpretazione restrittiva almeno di alcune clausole previste dai *master agreements*, supportata dalle esigenze di cautela e

²²¹S.ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2011 (n.3), p 503 e ss.

dall'opportunità di contenere l'eccesso di protezione della parte *in bonis* che oggi la dottrina statunitense segnala.

E pertanto, se all'art. 76 l. fall. non è estranea un'esigenza di tutela del patrimonio del fallito, si potrebbe interpretare la norma nel senso di escludere dallo scioglimento automatico almeno i contratti derivati che conservino comunque un valore per l'impresa fallita (come quelli stipulati per finalità assicurative) e si potrebbe subordinare l'operatività delle clausole di *netting* al rispetto del limite annuale previsto dall'art. 56 l. fall. anche se il *master agreement* in cui sono contenute sia anteriore, se il limite di cui al 2° comma debba ritenersi operante per qualsiasi atto tra vivi idoneo a generare un credito suscettibile di compensazione.

Tuttavia, queste conclusioni, non solo resterebbero dubbie sul fronte del diritto interno (ad es., la l. fall. esclude dallo scioglimento automatico il contratto di assicurazione, ma fa salvo il patto contrario, mentre l'art. 56 l. fall. esclude dalla compensazione "i crediti *acquistati* per atto tra vivi dopo la dichiarazione di fallimento o nell'anno anteriore"), ma sarebbero il frutto di un'interpretazione che contamina la funzione originaria e tipica di alcune norme fallimentari (la protezione degli interessi della massa) con esigenze di tutela in parte ad essa estranee e destinate ad essere valutate in una prospettiva di sistema più complessa²²².

²²²S.ROSSI, *I contratti derivati nel fallimento*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2011 (n.3), p 503 e ss.

In primo luogo, infatti, la materia dei derivati è una fattispecie che ha rilievo globale e transnazionale e la disciplina relativa dovrebbe essere tra quelle tipicamente candidate ad un'armonizzazione massima nei diversi ordinamenti. Non avrebbe infatti molto senso puntare su soluzioni di diritto nazionale più restrittive, volte a limitare l'applicazione di quelle clausole dei *master agreements* che altrove si vedono riconosciuta piena legittimazione. Nelle operazioni in derivati di carattere transnazionale ciò finirebbe addirittura per penalizzare le imprese residenti in paesi in cui vige una più rigorosa disciplina di tali rapporti nel fallimento, perché per esse il costo di tali contratti sarebbe verosimilmente destinato ad aumentare. Quel che più conta è però l'impressione che in questa materia la prospettiva sistematica in cui va ricostruita la funzione della disciplina fallimentare si arricchisca di elementi ulteriori e speciali rispetto agli obiettivi tipicamente perseguiti dalle norme concorsuali di diritto comune.

Si ha, soprattutto, l'impressione che la disciplina dei derivati nel fallimento acquisti il ruolo di una variabile ad evidente impatto macroeconomico, al di là degli interessi tradizionalmente protetti dalla disciplina fallimentare, cioè quelli dell'impresa in crisi e dei suoi creditori, e che ciò richieda una valutazione delle soluzioni adottabili nell'ambito della disciplina fallimentare che tenga conto di queste nuove e speciali implicazioni.

BIBLIOGRAFIA

AGOSTINELLI R., *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1991.

ALPA G., *Aspetti e problemi delle tipologie contrattuali degli investimenti*, in *Economia e dir. Terziario*, 1990.

ANDRIOLI, voce *Fallimento*, in *Enc. Dir.*, XVI, Milano, 1967.

ANNUNZIATA, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003.

AULETTA G., *Risoluzione e rescissione del contratto*, in *Riv. Trim. Dir. Proc.ci.*, 1949.

BARCELLONA E., *Note sui Derivati Creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il Caso.it*, II, 200/2010.

BERARDI A. - PELIZZON L., *Le opzioni*, *Amm. fin. Oro*, 1998.

BERNAVA, *Contratti di borsa a termine e contratti di swap*, in *Procedure concorsuali e rapporti pendenti*, a cura di Sanzo.

BOCCHICCHIO F., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina mobiliare*, in *Tratt. dir. comm e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, XX, Padova, 1994.

BONELLI G., *Del Fallimento*, II, Milano, 1928.

BOSELLI A., *Le risoluzioni del contratto per eccessiva onerosità*, 1952.

BUFFA P., *Di alcuni principi interpretativi in materia di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Riv. dir. Comm.*, 1948.

CAGNASSO O., I contratti pendenti, in AA. VV., *Le nuove procedure concorsuali*, a cura di Ambrosini, Bologna, 2008.

CAPRARA U., *Borse merci e mercati a termine di Borsa*, Milano, 1978.

CAPUTO NASSETTI F., *Profili civilistici dei contratti “derivati” finanziari*, Milano, 1997.

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007.

CARBONE S.M., *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. Int.*, 2000.

CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992.

CICALA R., *Saggi*, Napoli, 1964.

CICALA R., voce *Accollo*, in *Enc. Dir.*, I, Milano 1958.

COLAVOLPE A., *Se in caso di accollo, a scopo di finanziamento, si applichi la disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Riv. dir. Priv.*, 2008.

COSSIGA C., *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, in *Fin. Loc.*, 2008.

CORINTI A. - CUCINOTTA G., *Le polizze index e unit linked in Italia*, in *Quaderni Isvap*, Roma, 1999.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000.

COTTINO, *Effetti del fallimento sulla vendita (e contratti affini) in caso di inesecuzione*, in *Diritto Fallimentare*, 1964.

DE BIASI, Il netting nei contratti derivati, in *Riv. banca merc. Fin.*, 1999.

DIMUNDO A., *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Le procedure concorsuali. Il fallimento*, Trattato diretto da Ragusa Maggiore e Costa, Torino, 1997.

DIMUNDO A., *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici pendenti*, in *Il diritto fallimentare riformato, Commento sistematico*, a cura di G. Schiano Di Pepe, Padova, 2007

DI MARZIO F., *Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, diretto Fauceglia e Panzani, Torino, 2009.

DI PORTO F., *Commento all'art. 11, comma 7*, in *L'attuazione della direttiva MiFID* a cura di A. Irace-M. Rispoli Farina, Torino, 2010.

DI PRISCO, *I modi di estinzione diversi dall'adempimento*, in *Trattato Rescigno*, Torino, 1984, IX.

DOLMETTA-MINNECI, voce *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole*

24ore, 2007.

FERRARA Jr e BORGIOLI, *Il Fallimento*, Milano, 1995.

FERRERO E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. Comm.*, 1992.

FIENGO C., *Sub art 72*, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da Cavallini, Milano, 2010.

FOSCHINI, *La compensazione nel fallimento*, Napoli, 1965.

GABRIELLI E., Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I.

GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, I.

GABRIELLI E., *La disciplina generale dei rapporti pendenti*, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, diretto da F. Vassalli – F.P. Luiso – E. Gabrielli, Torino, 2014.

GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2010.

GARDELLA, *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano, 2007.

GIRINO E., *Credit default swap*, in *Amm. fin.*, 1997, p.

E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010.

GITTI, *La determinazione del contenuto*, in AA.VV., *Il terzo contratto*, a

cura di Gitti-Villa, Bologna, 2008.

GIULIANI F.M., I "titoli sintetici" tra operazioni differenziali e realtà del riporto, in *Dir. prat. trib.*, 1992.

GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008.

GUGLIELMUCCI L., *Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Commentario Scialoja e Branca alla legge fallimentare*, Bologna, 1979.

GUGLIELMUCCI L., *Diritto fallimentare*, Torino, 2011.

INZITARI, *Effetti del fallimento per i creditori*, in *Commentario Scialoja e Branca alla legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1988.

JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2009.

KOLB, *Financial Derivates*, 1996.

LAMBRINI, *La novazione*, in AA.VV., *Trattato delle obbligazioni* a cura di Burdese-Moscato, Padova, 2008.

LEMBO, Gli accordi di close-out netting, in *Dir. Fall.* 2001.

LOIACONO-CALVI-BERTANI, Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione, *ivi*, 2005.

MAFFEIS D., Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi, in *Corr. Giur.*, 2009.

MAFFEIS D., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010.

MAFFEIS D., *Contratti derivati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011.

Marino, *La disciplina delle garanzie finanziarie*, Napoli, 2006.

MARTORANO F., *Note sulla compensazione nel conto corrente bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957.

MASCIANGELO-MORCAVALLO-VOMERO, *La compensazione*, in *Trattato delle obbligazioni*, a cura di Burdese-Moscato, Padova, 2008.

MEOLI – SICA, *Effetti sui rapporti giuridici preesistenti*, in *Tratt. dir. fall.*, diretto da Buonocore e Bassi, Padova, 2010.

MESSINEO F., *Contratto derivato – sub contratto*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962.

MESSINEO F., *Il contratto in genere*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1972.

MINNECI U., *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, *Contratti*, 2009, p. 501 e ss.

NOBILI C., *Le Obbligazioni*, 2008, Milano, p. 279 e ss.

NUCCI M., *Credit default option*, in *Contr.*, 2006, p. 823 e ss.

PAJARDI P., *manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2002

PAJARDI P., in *Codice del fallimento*, Milano, 2008 p. 620

PANZARINI E., *Il contratto di opzione – I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, p. 323.

PAPA FRANCO C., *Struttura, caratteristica e operatività delle funzioni*, in *Amm. Fin.*, 1987, 10, p. 595.

PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, in *Commentario Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1975, 258

PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 50 s.

PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999.

PISANI MASSAMORMILE, sub art. 203 t.u.f., in *Campobasso* (diretto da)

PETRELLA G., *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, 1997.

PRATTI LUCCA C., *Strumenti finanziari. Aspetti di diritto internazionale privato*, 2006, in *diritto.it*.

RACUGNO G., *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010.

RAGUSA MAGGIORE G., *Istituzioni di Diritto Fallimentare*, Milano, 1994.

RAMELLA, *Trattamento del fallito*, vol. I, Milano, 1903.

RESCIGNO P, *Definizioni*, in AA.VV., *Comm. al testo unico in materia di interm. fin.*, Padova, 1998.

ROSSI S., *I contratti derivati nel fallimento*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2011

ROZZI-BRUNO, *La collaterizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (over the counter) alla luce del d.lgs. 170/2004: cenni storici e problemi irrisolti*, in *Società*, 2007.

SANZO, *Fallimento e rapporti pendenti*, in *Procedure concorsuali e rapporti giuridici pendenti*, ROMA, 2007.

SCIARRONE ALIBRANDI, *La definitività dei pagamenti dalla direttiva 98/26/CE al D.Lgs. 12 aprile 2001, n. 210*, in *Europa dir. Priv.*, 2002.

SERRA, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971.

SIROTTI GAUDENZI A., *Derivati e Swap responsabilità civile e penale*, Dogana (Repubblica di San Marino), 2009.

SCHLESINGER, voce *Compensazione*, in *Noviss. Dig. it.*, 1967.

SPADA P, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, 2° ed. Torino, 1994.

TAROLLI R., *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. Comm.*, 2008.

TEDESCHI G.U., *manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2001.

TORRESI T., *Accollo di debiti futuri e determinabilità (anche unilaterale) dell'oggetto della prestazione*, in *Riv. dir. Priv.*, 2007.

VALENZANO G., *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, Roma, 1929.

VALLE V., *Contratti future*, in *Contr. Impr.*, 1996.

VATTERMOLI D., *La riforma della legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli M., *La crisi dell'impresa*, Torino, 2006.

VASSALLI F., *Diritto fallimentare. II.1*, Torino, 1997.

VIGO, *I contratti pendenti non disciplinati nella "legge fallimentare"*, Milano, 1989.

VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013.

ZANICHELLI, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali dopo il d.lgs. 12.9.2007 n.69*, Torino, 2008.